

## Rede D'Or (RDOR3): Iniciando a cobertura com Compra na Rede D'Or

### Nossa nova Top Pick: uma das empresas de maior sucesso em todo o mundo

Após seu recente IPO (o maior em 2020 no Brasil e o 2º maior na indústria hospitalar global), iniciamos a cobertura com uma Compra na Rede D'Or, a maior rede de hospitais privados no Brasil, e a tornamos nossa nova Top Pick. Além de um momentum de lucros atraente e forte atividade de M&A, a empresa oferece uma rara combinação de drivers de crescimento consideráveis e retornos elevados (ROE de 24%). Considerando as fortes perspectivas de crescimento de lucros da RDOR (CAGR de LPA de 3 anos de 38%), o valuation não é tão caro quanto se poderia pensar. A 49x P/L 2021 e 1,3x PEG (2021-2024), é negociada com um desconto decente para outros nomes premium / de alto crescimento no Brasil. Com potencial de valorização de 26%, nosso preço-alvo para o ano 2021 é de R\$ 85/ação (R\$ 65 do portfólio atual + R\$ 20 de novas fusões e aquisições).

### Um caso de investimento muito atraente, conforme refletido por seu histórico de sucesso

Com um CAGR de EBITDA robusto de 35% (2011-2019), a Rede D'Or tem um dos melhores recordes entre as large caps da América Latina. E os motores de crescimento da empresa até agora devem permanecer em vigor: (i) consolidação (dez maiores empresas de hospitais com menos de 20% de participação); (ii) os fundamentos de alto crescimento da indústria (gastos com saúde privada devem crescer dois dígitos anualmente); (iii) poderosa plataforma de M&A; e (iv) rentabilidade benchmark (o dobro da média do setor), refletindo sua sólida execução e escalabilidade full-service, que permitiu à empresa se tornar o provedor de menor custo de saúde.

### Não subestime o poderoso plano de M&A da RDOR; ação deve entrar no Ibovespa em breve

Aproveitando uma janela favorável de M&A, a RDOR deve continuar seu plano de crescimento inorgânico robusto, especialmente com sua sólida liquidez de caixa. Em um setor marcado por ineficiências, segue-se um roteiro de muito sucesso na integração de ativos de M&A, trazendo acréscimo de valor em várias frentes. Por meio de fusões e aquisições e projetos orgânicos, a RDOR deve dobrar sua rede hospitalar em cinco anos. Para investidores que buscam catalisadores que vão além de fusões e aquisições e momentum de lucros, sinalizamos que a RDOR está prestes a se juntar ao Ibovespa no rebalanceamento do índice de maio.

#### BTG Pactual – EquityResearch:

##### Samuel Alves

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Yan Cesquim

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Rede D Or (RDOR3)

Data	19/01/2021
Ticker	RDOR3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	85,0
Preço (R\$)	67,3
Listagem	Novo Mercado

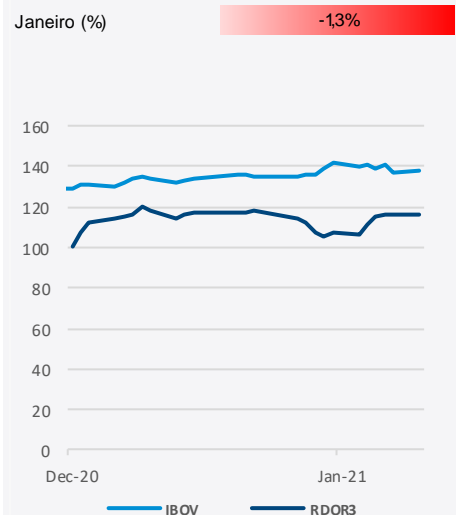
#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	130.624,15
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	122,06

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	49,4x	45,1x
EV/EBITDA	25,9x	21,9x

#### Stock Performance:



## Principais riscos: execução + concentração de receita + Covid-19 + TAM pequeno

Além dos riscos de execução na entrega do plano de expansão, os principais riscos são a concentração de receita entre seus maiores clientes, TAM (mercado total endereçável) mais limitado (vs. mercados de baixo ticket), novas ondas de Covid-19 e tributação adicional da Reforma Tributária.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	20,9	17,5	7,7	17,5	20,3
EV/EBITDA	-	-	57,6	25,9	21,9
P/L	-	-	217,5	49,4	45,1
Dividend Yield %	-	-	0,2	0,1	0,5

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	10.915	13.320	13.663	21.310	25.046
EBITDA	2.670	3.485	2.544	5.547	6.589
Lucro Líquido	1.180	1.192	623	2.708	2.969
LPA (R\$)	1,19	0,60	0,31	1,36	1,50
Dívida Líquida/Caixa	-8.153	-13.627	-11.028	-10.043	-10.619

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 67,40, em 15 de Janeiro de 2020.

## Sumário executivo

Neste relatório, iniciamos a cobertura na Rede D'Or com um rating de Compra e preço-alvo para 2021 de R\$ 85/ação (oferecendo 26% de potencial de valorização): R\$ 65/ação do portfólio atual (o que significa que o portfólio atual está com preço justo) + R\$ 20/ação de aquisições adicionais (assumimos 8 mil leitos a serem adquiridos nos próximos dez anos).

A RDOR é o nosso novo Top Pick no setor de saúde. Ela oferece uma combinação atraente de (i) valuation, que parece atraente considerando as perspectivas de crescimento robusto dos lucros (PEG de 3 anos a 1,3x); (ii) momentum dos lucros (EBITDA deve crescer ~30% a/a no 4T e ~80% em 2021); (iii) forte atividade de M&A (definida para adicionar ~1 mil de leitos por ano por meio de aquisições até 2025), enquanto os concorrentes parecem muito menos capitalizados do que a RDOR (com R\$ 16 bilhões em caixa, um confortável 1,8x Dívida Líquida/EBITDA 2021 IFRS 16).

Com receita líquida de 2021E de R\$ 21,3 bilhões, EBITDA de R\$ 5,5 bilhões e lucro líquido de R\$ 2,7 bilhões, a Rede D'Or recentemente abriu seu capital na bolsa de valores do Brasil, levantando R\$ 8,4 bilhões em uma oferta primária, além de uma oferta secundária de R\$ 2,9 bilhões.

Como parte do Novo Mercado (segmento de empresas que se comprometem com os mais elevados padrões de governança corporativa - veja mais sobre ESG na página 24), a Rede D'Or passou a ser listada no B3 (ticker RDOR3), onde possui valor de mercado de R\$ 133 bilhões (entre os dez maiores players listados no Brasil), com ADTV de ~US\$ 40 milhões. Também está prestes a ingressar no Ibovespa no rebalanceamento do índice de maio (peso de 0,6%), o que deve ser um gatilho. Com um free float de 10%, a RDOR conta com um sólido respaldo - controlada pela família Moll (52%), enquanto a GIC (23%) e a Carlyle (11%) também são acionistas relevantes.

A ação está sendo negociada a 49x P/L 2021. Vemos fortes perspectivas de crescimento para a Rede D'Or, com CAGR de LPA de 3 anos de 25% organicamente (ou 38% plugando em fusões e aquisições adicionais), implicando em um PEG atraente (2021-2024) de 2,1x ou 1,3x incluindo M&As.

**Tabela 1: Comparativos de negociação no setor de Saúde**

Company	Preço	Mkt. Cap	ADTV	P/L ajust.		EV/EBITDA		FCF Yield ajust.		Div. Yield		P/BV		PEG Ratio	LPA CAGR
	R\$	(R\$ mn)	(US\$m)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	21-24	21-24
<b>Rede D'Or (with acquisitions) *</b>	<b>67,2</b>	<b>133.414</b>	<b>40,0</b>	<b>49,3x</b>	<b>38,6x</b>	<b>26,3x</b>	<b>20,0x</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>9,1x</b>	<b>8,3x</b>	<b>1,3x</b>	<b>38%</b>
<b>Rede D'Or (without acquisitions)</b>	<b>67,2</b>	<b>133.414</b>	<b>40,0</b>	<b>49,3x</b>	<b>44,9x</b>	<b>25,9x</b>	<b>21,9x</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,8x</b>	<b>2,1x</b>	<b>24%</b>
Hapvida	17,4	64.603	28,3	42,2x	34,5x	28,1x	22,5x	1,2%	2,8%	0,4%	0,5%	8,6x	7,9x	2,2x	19%
GNDI	95,3	58.101	71,5	48,9x	37,0x	27,3x	21,8x	2,3%	3,0%	0,7%	0,8%	8,2x	8,0x	2,2x	22%
SulAmérica	41,8	16.765	20,1	16,7x	12,3x	0,8x	0,2x	9,0%	11,9%	3,0%	8,1%	1,8x	1,8x	0,7x	23%
Qualicorp	33,4	9.472	20,9	16,7x	15,8x	8,7x	8,0x	7,3%	6,5%	4,4%	5,1%	5,5x	5,4x	2,0x	9%
Odontoprev	15,1	8.017	4,5	24,8x	22,9x	17,1x	16,2x	4,6%	4,8%	4,6%	4,8%	7,3x	7,6x	2,2x	11%
Fleury	28,0	8.877	9,7	22,2x	19,9x	10,7x	9,9x	5,0%	5,4%	4,3%	4,9%	5,4x	5,3x	1,9x	12%
Alliar	11,3	1.337	0,9	32,0x	22,9x	8,4x	7,4x	5,6%	6,0%	1,6%	3,2%	1,1x	1,1x	1,0x	33%
<b>Média Saúde</b>				<b>29,1x</b>	<b>23,6x</b>	<b>14,4x</b>	<b>12,3x</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,4x</b>	<b>5,3x</b>	<b>1,7x</b>	<b>18%</b>
IHH Hospitals	5,4	11.784	3,4	50,7x	40,8x	17,6x	15,6x			0,2%	0,2%	2,0x	1,9x		
Apollo Hospitals	2.592,4	4.936	46,3	n.m.	61,7x	35,9x	20,0x			0,0%	0,0%	10,7x	9,5x		
BDMS	21,4	11.308	30,7	40,0x	32,7x	21,3x	18,8x			0,0%	0,1%	3,8x	3,6x		
HCA	168,6	57.053	224,7	14,1x	12,6x	8,0x	7,5x			1,0%	0,9%	21,3x	11,9x		
Tenet	47,4	5.006	39,7	15,5x	12,1x	6,9x	6,5x			0,0%	0,0%	n.m.	25,8x		
Universal HC	132,5	11.262	74,5	12,4x	11,4x	7,5x	7,1x			0,6%	0,6%	1,6x	1,5x		
<b>Média Global de Saúde</b>				<b>26,5x</b>	<b>28,5x</b>	<b>16,2x</b>	<b>12,6x</b>			<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>7,9x</b>	<b>9,0x</b>		

Fonte: Bloomberg - \* Supondo que 1 mil leitos sejam adquiridos por ano, estimamos um CAGR de LPA de 3 anos de 38% para RDOR \*\* mkt cap em US\$ milhões

## Tese de Investimento

Rede D'or é nossa nova Top Pick em saúde. Além de um momentum atrativo nos lucros e na atividade de M&A (2021 deve ser um ano notável nesta frente), a RDOR oferece uma combinação única de drivers de crescimento consideráveis e retornos elevados em um setor que está longe de ser consolidado e em constante crescimento.

A sólida execução da Rede D'Or também deve ser a chave para entregar e amadurecer todos os projetos greenfield e brownfield, que devem adicionar ~5 mil leitos (em quatro anos) à sua estrutura atual de 8,4 mil leitos. Junto com esses projetos de expansão e maturação de outras linhas de negócios (ex. Oncologia e exames), avaliamos o portfólio atual em R\$ 65/ação (preço justo vs. preço atual da ação de R\$ 67/ação).

Mas projetamos uma potencial valorização em futuras aquisições. Aproveitando uma janela favorável de fusões e aquisições e sua forte capacidade de integração de ativos, a RDOR continuará seu robusto plano inorgânico, especialmente com seu balanço patrimonial bem capitalizado (em melhor forma do que seus principais concorrentes). Assumindo 8 mil leitos adquiridos nos próximos 10 anos (ou seja, ~ 800 por ano), vemos um adicional de R\$ 20/ação vindo de futuras fusões e aquisições - veja a análise de sensibilidade mostrando esse potencial na página 14.

Decidimos pagar adiantado por algumas fusões e aquisições, dado o histórico robusto da RDOR nesta frente. Nos últimos cinco anos, a RDOR adquiriu 3,5 mil leitos, enquanto suas iniciativas de integração rápida resultaram em lucratividade superior em todos os alvos adquiridos até agora.

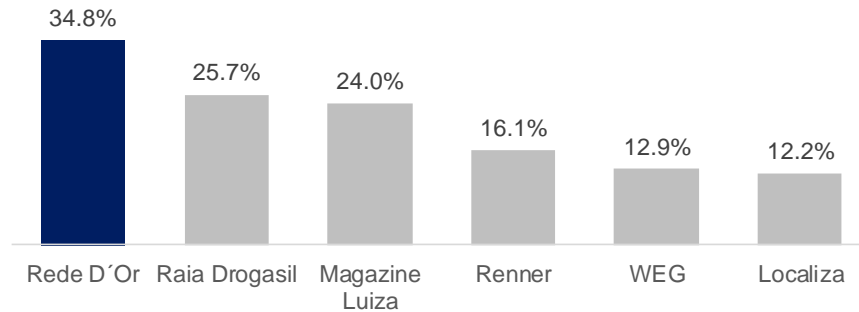
Os itens a seguir (discutidos com mais detalhes nas páginas a seguir) resumem nossa tese de investimento. Também detalhamos as práticas ESG da RDOR em uma seção separada. Nas páginas finais, há uma seção de apêndice onde detalhamos todos os principais pares da RDOR.

- 1- Histórico de crescimento impressionante
- 2- Fundamentos de alto crescimento da indústria de Saúde
- 3- Tese de consolidação deve continuar a ser executada
- 4- O maior e melhor ecossistema do mercado privado de saúde
- 5- Operação altamente lucrativa reflete sua eficiência superior
- 6- Uma plataforma de M&A impressionante e poderosa
- 7- Ambiente competitivo benigno
- 8- Altas barreiras de entrada garantem retornos estruturais sólidos
- 9- Equipe de gestão muito qualificada

## 1 - Histórico de crescimento impressionante

Um dos aspectos mais impressionantes é seu histórico de crescimento incomparável. Olhando para os números históricos, a Rede D'Or conseguiu entregar um sólido CAGR de 26% de receita (2011-2019) e um ousado CAGR de EBITDA de 35% (2011-2019, ex-IFRS16), bem acima de seus pares de saúde e outras empresas *large caps* brasileiras - ver gráfico abaixo.

**Gráfico 1: Rede D'Or tem o maior CAGR de EBITDA (11-19), quando comparado a algumas large caps brasileiras de alto crescimento**

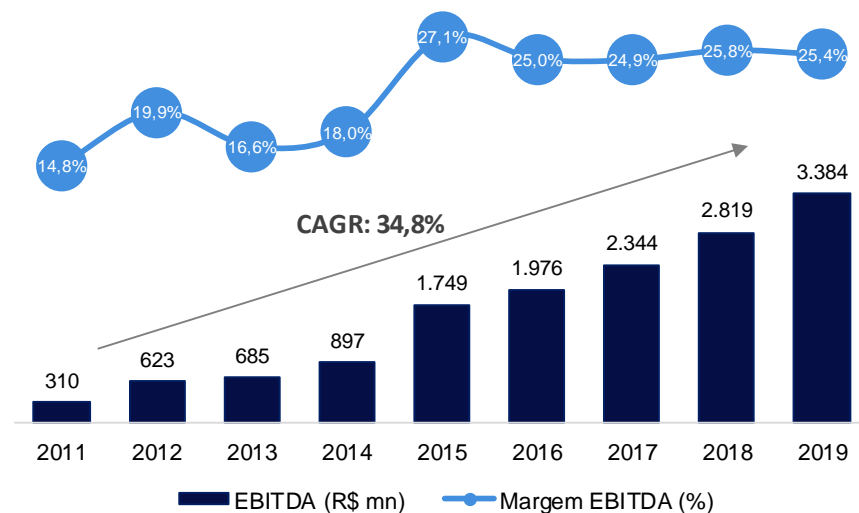


Fonte: Empresas, BTG Pactual

Evidentemente, parte desse crescimento foi impulsionado pela consolidação de aquisições (a RDOR também tem um histórico inorgânico impressionante - veja mais na página 10), mas a empresa ainda deve apresentar um crescimento orgânico sólido.

A empresa não divulga os mesmos dados de vendas de hospitais, mas sinalizamos que a maior parte desse crescimento realmente veio da expansão orgânica - embora muitas vezes reflita o desenvolvimento e a captura de sinergias de alvos previamente adquiridos.

**Gráfico 2: Rede D'Or tem um CAGR de EBITDA impressionante (2011-2019) de 35%**



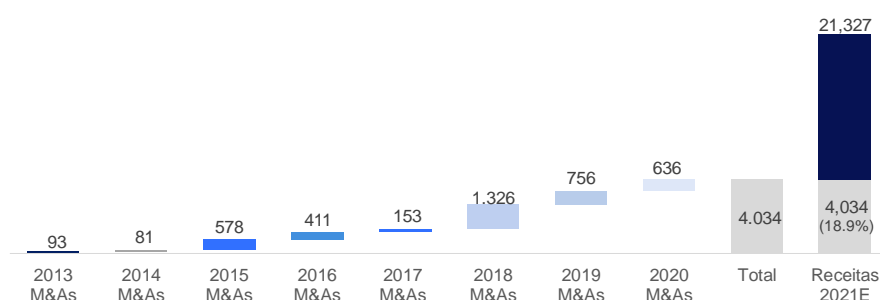
Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual  
EBITDA ex-IFRS16. Números de 2019 é uma proxy

A primeira evidência de forte crescimento orgânico é o CAGR de receita líquida de 26% da RDOR (2011-2019). Portanto, a alavancagem financeira adicional relacionada a fusões e aquisições foi facilmente compensada pelo aumento orgânico do EBITDA.

Num setor marcado por baixas margens operacionais, a empresa também apresentou um notável crescimento de margem EBITDA nos últimos 10 anos. Apesar da consolidação de mais de 30 ativos diferentes, a Rede não deixou de entregar eficiência - pelo contrário, conseguiu capturar as sinergias operacionais de todas as aquisições sem perder margens.

Por fim, se somarmos todas as aquisições da Rede D'or nos últimos 7 anos, elas representam apenas 19% da receita consolidada de 2021E - mais uma prova de seu forte histórico orgânico.

**Gráfico 3: As vendas das empresas adquiridas pela RDOR nos últimos sete anos devem representar menos de 20% do faturamento da Rede D'Or em 2021, o que significa que a empresa cresceu muito organicamente**



Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

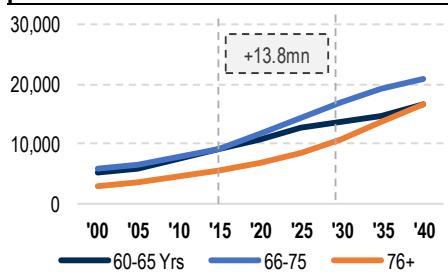
\* 2021E fora de escala para fins de layout

## 2 - Fundamentos de alto crescimento da indústria de Saúde

Como a maioria dos nomes em nossa cobertura de Saúde, a Rede D'Or está diretamente exposta a fatores de longo prazo destinados a impulsionar a demanda do setor privado de saúde: (i) inversão da pirâmide do envelhecimento brasileiro; (ii) demanda não atendida por leitos hospitalares; (iii) penetração de planos privados de saúde; e (iv) enorme mercado endereçável para provedores hospitalares privados no país.

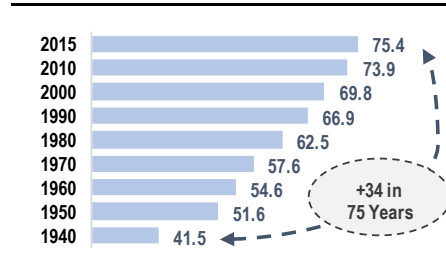
Olhando para a pirâmide do envelhecimento brasileiro, segundo o IBGE (Instituto Brasileiro de Estatística), a população de +60 anos representará 15% da população total até 2060 (de 3,5% em 2000), dobrando nos próximos 20 anos. A expectativa de vida da população brasileira aumentou 34 anos nos últimos 75 anos. Como a rede de fornecedores de hospitais número 1 no Brasil, a Rede D'Or também se beneficia dessa tendência, à medida que os gastos com saúde aumentam com o envelhecimento da população, refletindo frequências mais altas de internações hospitalares e implicando em tickets médios mais altos.

**Gráfico 4: IBGE diz que população idosa vai disparar, com ~14 milhões ingressando no grupo +60 nos próximos 15 anos**



Fonte: IBGE e BTG Pactual | "Yrs" = Years = anos

**Gráfico 5: A expectativa de vida média dos brasileiros saltou 34 anos (para 75,5) nas últimas décadas**



Fonte: IBGE, BTG Pactual | "Years" = anos

**Gráfico 6: Despesas com saúde por faixa etária**

Categoria (idade)	0-18	19-23	59+
Frequência de internações hospitalares durante 1 ano (%)	16%	16%	40%
Ticket médio de internações hospitalares (base 100)	100%	112%	261%

Fonte: Rede D'or, BTG Pactual

O Brasil também tem uma grande demanda não atendida por leitos hospitalares privados. O país tem uma média de apenas 61 leitos por hospital (em comparação com os atuais 165 leitos/hospital da RDOR). Outra evidência da redução da competitividade desse mercado é o fato de que o número de hospitais no Brasil caiu de 4.827 (2010) para apenas 4.267 em 2019.

Outra variável importante para rastrear essa oportunidade de crescimento é a penetração da saúde privada. 22% da população (47 milhões de pessoas) é coberta por planos privados de saúde, bem abaixo de países desenvolvidos como os EUA (60%), Austrália (55%) ou Alemanha (33%).

Embora nosso modelo (conservador) da indústria para o mercado privado de saúde no Brasil indique apenas um ligeiro aumento na penetração (para ~30% da população em dez anos contra 23% em 2018 ou 25% em 2013, antes da recente crise econômica), acreditamos que a RDOR ainda tem uma grande oportunidade de consolidação e um vasto mercado para abordar - especialmente considerando um ousado pipeline de M&A que se materializará nos próximos 5 a 10 anos.

**Tabela 2: O mercado total endereçável (TAM) para Rede D'Or parece considerável, mesmo excluindo as operadoras de saúde integradas verticalmente - estimamos TAM da RDOR em mais de R\$ 500 bilhões em dez anos**

Mercado Total Endereçável	2019	2025	2030	CAGR 19-30
<b>Beneficiários (milhões)</b>				
(+) Vidas seguradas (assistido pela ANS)	47,0	58,8	68,2	3,4%
Penetração implícita de planos de saúde	22%	27%	30%	
(-) HAPV	3,5	5,4	7,0	6,5%
(-) GNDI	3,0	5,6	7,3	8,4%
(-) Prevent Senior	0,5	0,6	0,7	4,0%
(-) Operadoras com tickets abaixo de R\$ 200/mês (ex-Unimed)	2,9	3,6	4,4	4,0%
(-) Unimed com tickets abaixo de R\$ 200/mês	1,7	1,4	1,1	-4,0%
(-) Unimed verticalizados	1,3	1,6	1,9	4,0%
<b>(+) Vidas fora (ANS) - Planos públicos - servidores públicos</b>	<b>8,0</b>	<b>8,2</b>	<b>8,5</b>	<b>0,5%</b>
<b>Vidas totais (ex-empresas integradas verticalmente)</b>	<b>42,2</b>	<b>48,9</b>	<b>54,1</b>	<b>2,3%</b>
(x) Ticket médio (Receita PMPM)	396	631	986	8,6%
<b>(=) Prêmios (R\$ milhões)</b>	<b>200.377</b>	<b>369.902</b>	<b>640.409</b>	<b>11,1%</b>
(x) Sinistralidade	85%	85%	85%	
<b>(=) Gastos planos de saúde (custos) (R\$ milhões)</b>	<b>169.801</b>	<b>314.417</b>	<b>544.348</b>	<b>11,2%</b>

Fonte: ANS, BTG Pactual

Em nosso cálculo, assumimos: (i) CAGR de beneficiários de 3,5% ao ano (2019-2030) para a indústria de Saúde; (ii) subtraímos o potencial de crescimento orgânico de beneficiários das operadoras verticalizadas (HAPV, GNDI, Prevent Senior, Unimed BH e outras operadoras com tickets médios mensais abaixo de R\$ 200), expandindo suas respectivas



bases de beneficiários em 7,5%, em média, ao ano; (iii) adicionamos de volta 8 milhões de beneficiários de órgãos públicos (vive fora do escopo da ANS); (iv) considere uma média ticket de ~R\$ 400/mês, crescimento de 8,5% ao ano; e (v) assumimos uma sinistralidade média de 85% para a indústria. Ao todo, estimamos um mercado endereçável de R\$ 169 bilhões (2019), dos quais a RDOR representa atualmente apenas 9%, e deve atingir 21% e 29% em 2025 e 2030, respectivamente (considerando um plano de expansão orgânica e inorgânica bem-sucedido).

Sim, esta pode ser uma projeção otimista, mas definitivamente não inatingível. Nossos cálculos apontam para um CAGR de 11% 2019-2030 para o mercado endereçável - não muito diferente da média histórica de crescimento em sinistralidade da indústria de saúde por beneficiário (veja abaixo os dados históricos sobre sinistros/membro nos últimos 20 anos).

**Tabela 3: Evolução das sinistralidades médicas no mercado privado de saúde por membro**

Ano	Despesas Médicas (R\$ milhões)	Média Beneficiários	Despesas médicas mensais por beneficiário (R\$)	Cresc. de sinistros por beneficiário (a/a)
2001	-17,512	31,286,662	-46.6	
2002	-20,349	31,464,510	-53.9	16%
2003	-22,965	31,773,487	-60.2	12%
2004	-26,049	33,165,813	-65.5	9%
2005	-29,738	34,677,485	-71.5	9%
2006	-33,267	36,451,558	-76.1	6%
2007	-40,906	38,305,272	-89.0	17%
2008	-47,630	40,696,576	-97.5	10%
2009	-53,464	41,951,640	-106.2	9%
2010	-58,943	44,070,661	-111.5	5%
2011	-67,860	46,025,814	-122.9	10%
2012	-78,958	47,846,092	-137.5	12%
2013	-89,762	49,491,826	-151.1	10%
2014	-105,243	50,531,748	-173.6	15%
2015	-118,735	49,290,423	-200.7	16%
2016	-135,645	47,646,903	-237.2	18%
2017	-149,054	47,108,202	-263.7	11%
2018	-159,786	47,107,557	-282.7	7%
2019*	-172,783	47,039,012	-306.1	8%

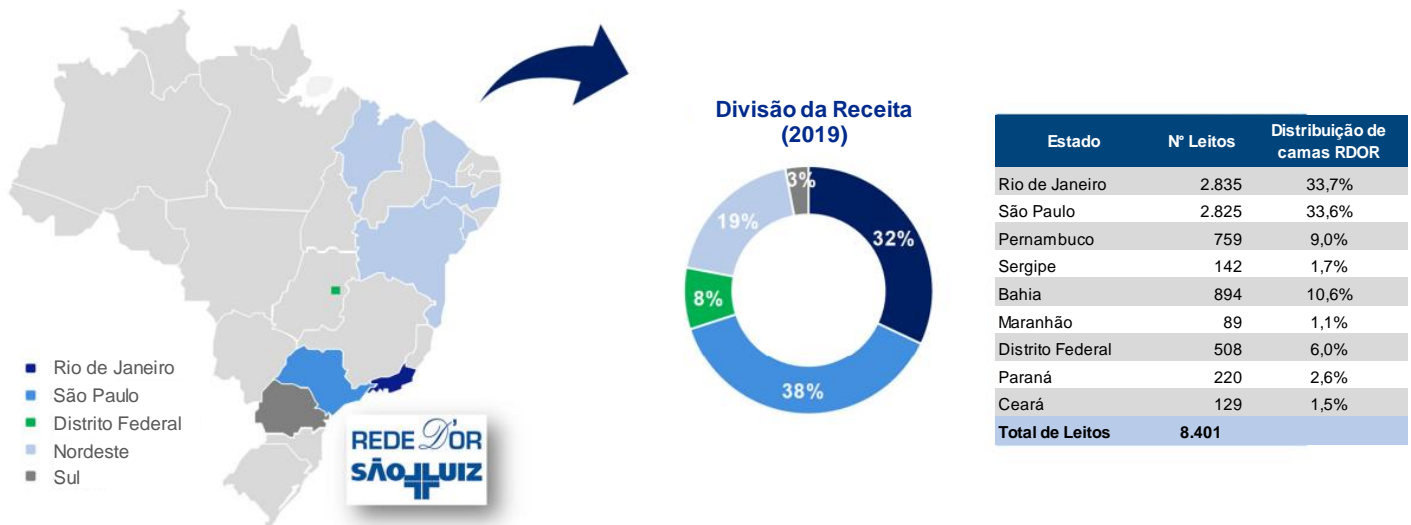
Fonte: ANS TABNET, BTG Pactual

\* Últimos dados - setembro de 2019 de acordo com IESS

### 3 - Tese de consolidação deve continuar a ser executada

Apesar de a Rede D'Or já ser muito grande, notamos que atingiu apenas 9% de participação em seu TAM (mercado total endereçável). Na verdade, atualmente a empresa está presente em apenas 9 estados (São Paulo, Rio de Janeiro, DF, Salvador, Maranhão, Pernambuco, Sergipe, Paraná e Ceará), enquanto 78% da receita da RDOR vem apenas de SP, RJ e DF - veja o gráfico 7. É claro que há bastante market share para a empresa se consolidar nas regiões onde atua e não atua.

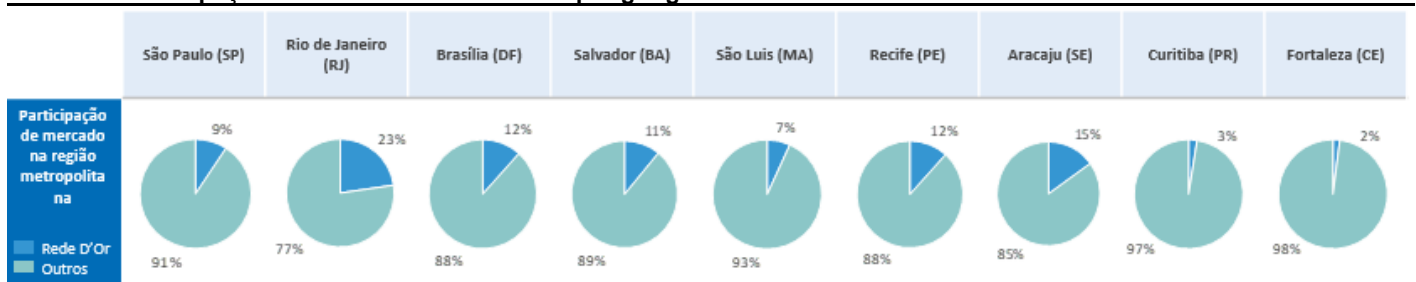


**Gráfico 7: Quebra da receita da RDOR por geografia (em 2019)**


Fonte: Rede D'Or e BTG Pactual

SP, RJ e DF são as operações mais maduras, mas ainda estão longe de seu pleno potencial. Estimamos que a RDOR tenha 9% da participação de mercado de SP e 12% do Distrito Federal, bem abaixo de sua operação mais madura, RJ, onde domina com 23%.

Também sinalizamos que os empreendimentos da empresa nas regiões Nordeste/Sul estão apenas começando, apesar de já apresentar excelentes resultados e execução perfeita, e, portanto, esperamos um crescimento adicional consistente nessas regiões. Hoje, a empresa tem apenas 11% de market share em Salvador (BA), 7% em São Luís (MA), 12% em Recife (PE), 15% em Aracaju (SE), 3% em Curitiba (PR) e 2% em Fortaleza (CE).

**Gráfico 8: Participação de mercado da Rede D'Or por geografia**


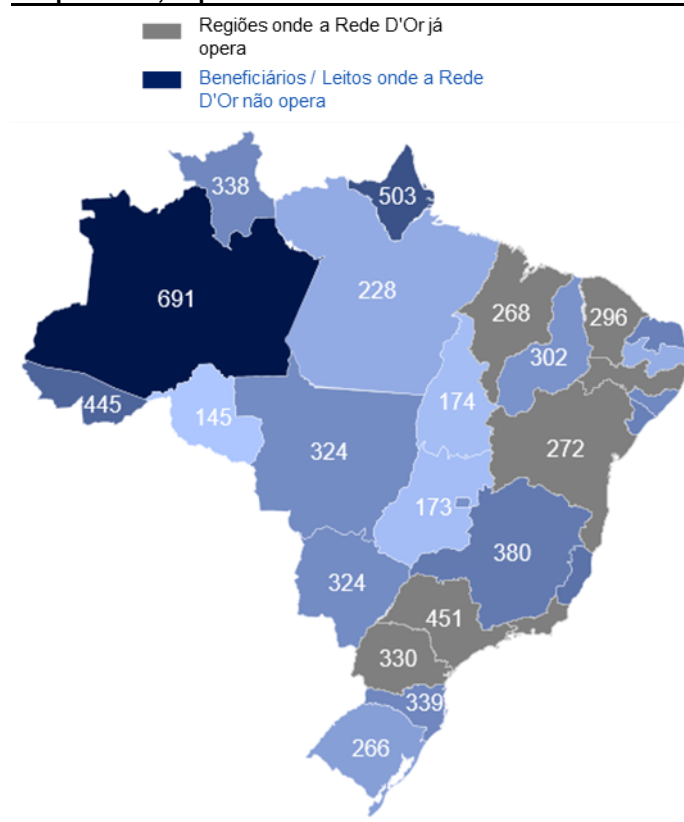
Fonte: Rede D'Or

Aventurar-se em novas regiões também complementa as oportunidades de consolidação da empresa. A Rede D'Or está praticamente ausente das regiões Sul, Norte e Centro-Oeste. Há uma enorme demanda não atendida por leitos hospitalares, especialmente onde RDOR não está presente. Como mostramos na tabela abaixo, muitos dos estados nas regiões norte e centro-oeste, onde a Rede D'Or não opera, têm uma demanda privada não atendida impressionante por leitos.

**Tabela 4: Densidade de beneficiários por leito privado por estado**

Estado	Beneficiários por estados	Nº de leitos privados por estado	Beneficiários / Leitos privados
Amazonas	532,379	771	690.5
Amapá	61,413	122	503.4
São Paulo	17,230,368	38,196	451.1
Acre	42,721	96	445.0
Espírito Santo	1,134,789	2,815	403.1
Rio de Janeiro	5,322,106	13,875	383.6
Minas Gerais	5,197,019	13,682	379.8
Rio Grande do Norte	518,368	1,440	360.0
Sergipe	310,822	866	358.9
Santa Catarina	1,459,514	4,305	339.0
Roraima	29,415	87	338.1
Alagoas	367,333	1,102	333.3
Paraná	2,870,148	8,689	330.3
Mato Grosso do Sul	604,039	1,863	324.2
Mato Grosso	597,605	1,847	323.6
Distrito Federal	924,276	2,994	308.7
Piauí	340,851	1,129	301.9
Ceará	1,252,211	4,235	295.7
Bahia	1,556,064	5,715	272.3
Maranhão	444,970	1,661	267.9
Rio Grande do Sul	2,530,370	9,512	266.0
Pernambuco	1,336,024	5,414	246.8
Pará	805,106	3,532	227.9
Paraíba	421,158	1,891	222.7
Tocantins	112,333	644	174.4
Goiás	1,182,682	6,818	173.5
Rondônia	152,745	1,050	145.5
<b>Total</b>	<b>47,336,829</b>	<b>134,351</b>	<b>352.3</b>

Fonte: ANS, CNES and BTG Pactual

**Tabela 5: Há uma grande demanda não atendida de leitos hospitalares, especialmente onde o RDOR não funciona**


Fonte: ANS, CNES and BTG Pactual

Apoiado nos drivers de consolidação, e dados os fundamentos de alto crescimento da indústria de saúde, a Rede D'Or possui diversos projetos orgânicos 'contratados' (detalhados abaixo) que devem garantir a expansão de 5,3 mil leitos nos próximos quatro anos (2,9 mil via brownfields + 2,4 via greenfields). Colocamos todos esses projetos em nosso modelo pelo seu valor nominal (assumindo uma curva de maturação), dado o histórico de sucesso da empresa em aumentar a frequência em outros ativos. Em cinco anos, esses projetos de expansão devem resultar em um crescimento de 75% no número de leitos (excluindo quaisquer possíveis fusões e aquisições futuras).

Apesar dos riscos de execução para o amadurecimento desses projetos (veja mais na seção de riscos), o fato de os projetos estarem concentrados principalmente em São Paulo e no Rio de Janeiro aborda essa questão. Embora contraintuitivo, o exercício acima mostra que a densidade de leitos privados (vs. número de beneficiários no mercado privado) é menor do que em outros estados. A Rede D'Or está basicamente se preparando para um pico de demanda.

**Tabela 6: Plano de expansão da Rede D'Or planejado para os próximos cinco anos (Greenfields e Brownfields)**

Expansão	Estado	Leitos	Ano de abertura	Imóvel	Plano de ocupação (RDSL)	Status Legal do Projeto	Status da Arquitetura	Status da construção
<b>Greenfields</b>		<b>2.372</b>						
Itaim R. Helena	SP	177	2021	Próprio	Aprovado	Aprovado	Concluído	Em construção
Campinas	SP	260	2023	Próprio	Aprovado	Aprovado	Concluído	Começando em 4T20
Memorial Star	PE	127	2023	Próprio	Aprovado	Aprovado	Concluído	Em construção
Mauá	SP	151	2023	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Santos	SP	250	2023	Prospectando	Esperando por terreno	Esperando por terreno	Esperando por terreno	Esperando por terreno
Novo Barra	RJ	262	2024	Próprio	Aprovado	Aprovado	Em desenvolvimento	Começando em 4T20
Macaé	RJ	240	2024	Próprio	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Guarulhos	SP	340	2024	Próprio	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Alphaville	SP	278	2024	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
São Conrado	RJ	73	2024	Próprio	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Zona Norte	SP	214	2024	BTS	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
<b>Brownfields</b>		<b>2.922</b>						
São Rafael	BA	150	2021	Aluguel de Longo Prazo	Aprovado	Aprovado	Concluído	Em construção
Plano São Vicente	RJ	61	2021	Próprio	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Sino Torre	SP	89	2022	Aluguel de Longo Prazo	Aprovado	Aprovado	Concluído	Concluído
Morumbi	SP	74	2022	SLB	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Circular do Bosque	SP	150	2022	Próprio	Em desenvolvimento	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Itaim Torre	SP	95	2022	Próprio / Aluguel de LP	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
CEMA	SP	70	2022	Aluguel de Longo Prazo	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
São Carlos	CE	70	2022	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Ribeirão Pires	SP	127	2023	Próprio	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Concluído	Aguardando Licenciamento
Bangu	RJ	69	2023	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Glória	RJ	120	2023	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Vivale	SP	123	2023	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Aliança	BA	150	2023	BTS	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Brasil Bloco C	SP	260	2024	SLB	Em desenvolvimento	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Assunção Torre	SP	168	2024	Próprio	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
UDI Torre	MA	340	2024	Próprio	Aprovado	Pendente aprovação do gov	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
São Lucas	SE	150	2024	Próprio	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Quinta	RJ	370	2024	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Nova Torre Caxias	RJ	86	2024	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Oeste	RJ	100	2024	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento
Santa Cruz	PR	100	2024	Próprio	Aprovado	Em desenvolvimento	Em desenvolvimento	Aguardando Licenciamento

Fonte: Rede D'Or

Também vemos uma grande oportunidade de crescimento no negócio de oncologia. A unidade de oncologia da RDOR já representa cerca de 7% da receita total (ou R\$ 1 bilhão em termos absolutos), uma marca de destaque que posiciona a empresa como o maior nome de oncologia do país (acima de Oncoclínicas e AC Camargo). Com o aumento da expectativa de vida, a necessidade de tratamento oncológico deve disparar na próxima década no Brasil. No passado recente, a RDOR registrou um impressionante CAGR de 20% de receita bruta (2017-2019) em oncologia, apesar de a maior parte vir apenas do Rio de Janeiro - segundo a empresa, São Paulo tem um mercado ainda maior, mas é ainda pouco penetrado pela Rede D'Or. Estamos otimistas com o futuro dessa operação, principalmente depois que o Dr. Paulo Hoff (um dos mais conceituados oncologistas do país, contratado pela Rede D'Or há alguns anos) assumiu a operação.

#### 4 - O maior e melhor ecossistema do mercado privado de saúde

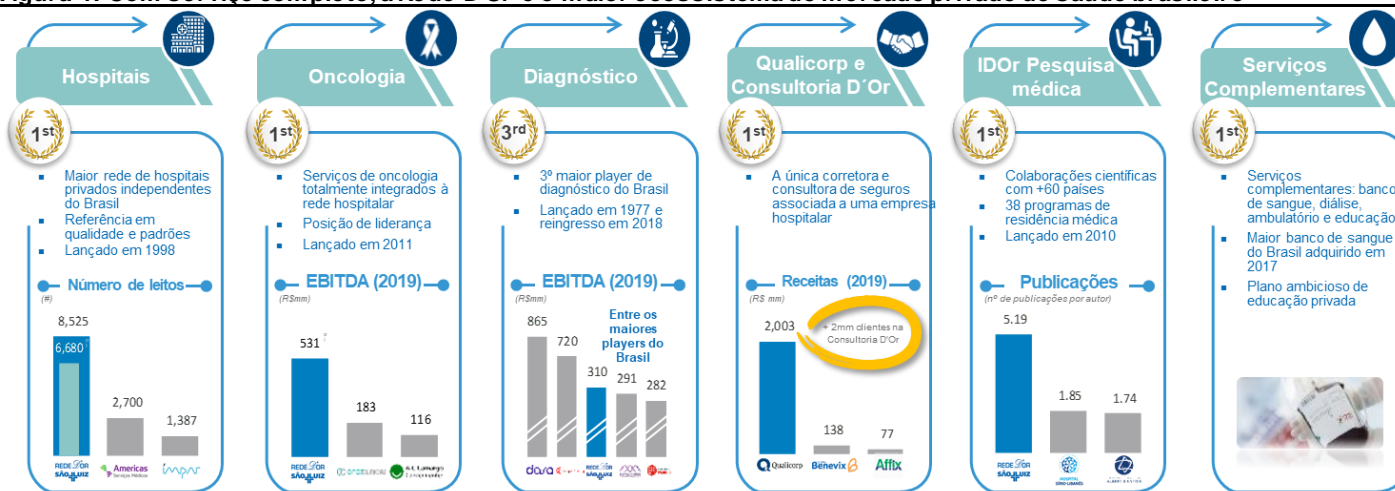
A Rede D'Or é, sem dúvida, o maior e melhor ecossistema do mercado privado de saúde, oferecendo uma plataforma única e de alta qualidade para soluções de saúde com posição de liderança em toda a cadeia de valor, com baixa exposição a riscos regulatórios.

Hoje, a RDOR é a rede hospitalar nº 1 do país, com mais de 8,5 mil leitos, vs. Américas, seu maior concorrente, com 2,7 mil leitos e a Rede Ímpar com 2,1 mil leitos (incluindo aquisições recentes como Leforte, Nossa Senhora do Hospitais

Carmo e Santa Paula). Embora não sejam concorrentes diretos, observamos que as empresas de planos de saúde listadas também têm uma rede hospitalar relevante, como HAPV com 3,9 mil leitos e GNDI com 3,8 mil leitos.

Além disso, a RDOR também é a N° 1 em negócios de Oncologia (mais do que o dobro do tamanho de seu maior concorrente), N° 3 em Diagnóstico (atrás apenas de Dasa e Fleury), N° 1 em pesquisa médica (ultrapassando recentemente o Sírio Libanês e o Albert Einstein) e, por fim, N° 1 em Serviços Complementares (hemocentro, diálise, ambulatório e educação), após a aquisição do maior banco de sangue (GSH) do Brasil em 2017.

**Figura 1: Com serviço completo, a Rede D'Or é o maior ecossistema do mercado privado de saúde brasileiro**



Fonte: Rede D'Or

Portanto, a Rede D'or é um omnichannel único que oferece parcerias que agregam valor a todos os seus clientes. Essa vasta plataforma traz uma vantagem comercial para a seguradora de saúde, que pode, assim, oferecer uma ampla gama de planos diferentes (incluindo coberturas de saúde mais complexas e completas), enquanto a Rede D'Or dilui custos e despesas gerais e administrativas, à medida que a empresa expande sua plataforma e explora vantagens sinérgicas de suas verticais.

## 5 - Uma plataforma de M&A impressionante e poderosa

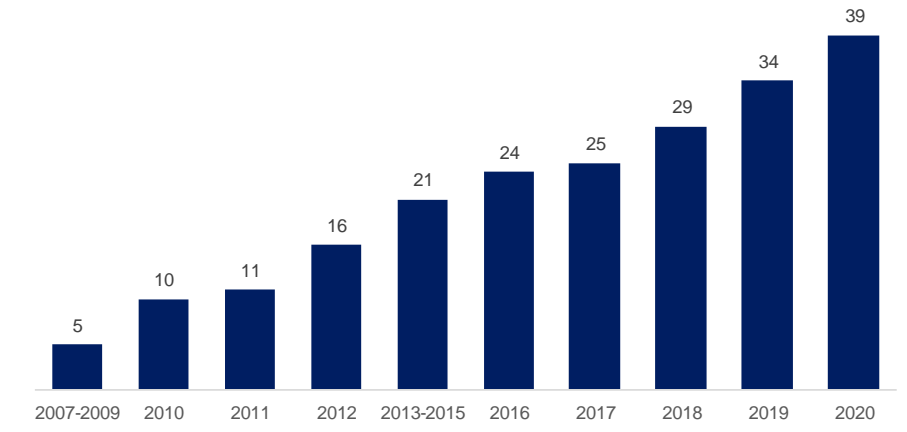
A Rede D'Or tem um sólido histórico e experiência na integração de vários ativos de M&A. Na verdade, praticamente todos os alvos de M&A adquiridos pelo grupo (mais de 30 ativos nos últimos 10 anos) operam atualmente com receitas, EBITDA e rentabilidade maiores.

Em um setor marcado por ineficiências e desperdícios, a Rede D'Or segue uma cartilha de muito sucesso na integração de ativos, que traz agregação de valor em várias frentes: (i) melhor contratação (em média, a empresa reduz o custo com material médico em 25%, que por sua vez representam 30% de uma base de custos hospitalares); (ii) aumentar o número de leitos hospitalares, apenas remodelando a área (geralmente em mais de 10%); (iii) melhorar o credenciamento do hospital com todos os grandes planos de seguro saúde; (iv) aumentar a complexidade e os níveis de utilização dos hospitais; (v) integração das áreas corporativas (melhor diluição das despesas Gerais & Administrativas); (vi) otimizar capital de giro; (vii) melhorar o NPS e os resultados clínicos. Esta é uma das razões pelas quais a Rede D'Or tem virtualmente o dobro da lucratividade do setor (margem EBITDA ex-IFRS 16 de ~26% em 2019 vs. 13% da indústria) - ver tabela 10.

Fizemos uma análise histórica de todas as fusões e aquisições da empresa, estimando que, em média, ela avaliou os ativos a um EV/receita de 1-2x ou EV/leito de R\$ 1,5–3 milhões - ver tabela 7. Em relação ao múltiplo EV / EBITDA,

estimamos que a empresa pagou 12-13x o EBITDA corrente, mas notamos que mais do que dobrou, em média, o EBITDA dessas metas nos anos seguintes.

**Gráfico 9: Nº total de hospitais adquiridos e integrados pela Rede D'Or desde 2007**



Fonte: Rede D'Or

Em seu IPO, a Rede D'Or levantou R\$ 8,4 bilhões, com o objetivo principal de realizar novas aquisições. Como seu sucesso histórico foi altamente correlacionado com as fusões e aquisições e como agora tem ainda mais flexibilidade financeira para executar sua agenda de M&As, consideramos injusto não incluir futuras fusões e aquisições em nosso valuation.

Conforme orientado no IPO, estimamos que a Rede D'Or adquirirá 8 mil leitos nos próximos dez anos. Como referência, comprou ~3,5 mil camas nos últimos cinco anos - consulte a tabela abaixo.

**Tabela 7: Comparativos históricos de M&A da Rede Dor**

Data de assinatura	Data de fechamento	Alvo	Local	Participação (%)	EV (R\$ mn), 100%	Nº de leitos	Receita Líquida (R\$ mn)	EV/Receita	EV/leitos (R\$000)	Receita/leitos (R\$000)
Nov-07	-	Hope-Esperança	-	-	-	-	-	-	-	-
Apr-10	-	Hospital Brasil	-	-	-	-	-	-	-	-
Sep-10	-	São Luiz	São Paulo	100%	1.030,0	803,0	630,0	1,6x	1.283	785
Sep-10	-	Hospital Assunção	-	-	-	-	-	-	-	-
Jan-10	-	Hospital Rio de Janeiro	-	-	-	-	-	-	-	-
Feb-11	-	Hospital Prontolinda	-	-	-	-	-	-	-	-
Dec-11	-	Hospital Vivalle	-	-	-	-	-	-	-	-
Dec-11	-	ossa Senhora de Lourde	-	-	300,0	-	175,0	1,7x	-	-
May-12	-	Santa Lúcia	-	-	-	-	-	-	-	-
Jan-12	-	Hospital do Coração	Brasília	-	-	-	-	-	-	-
-	Jul-13	Hospite Norte D'Or	Rio de Janeiro (RJ)	-	-	-	93,1	-	-	-
-	Oct-14	IFOR	ão Bernardo do Campo (SF)	100%	84,7	-	80,5	1,1x	-	-
-	Dec-15	Santa Helena	Distrito Federal	99%	336,0	-	140,4	2,4x	-	-
-	May-15	Bartira	Santo André (SP)	100%	118,4	-	108,9	1,1x	-	-
-	Feb-15	Sino-Brasileiro	São Paulo	1000%	345,9	145,0	166,6	2,1x	2.386	1.149
-	Feb-15	Villa-Lobos	São Paulo	100%	123,5	109,1	162,1	0,8x	1.132	1.486
-	Dec-16	Neoh	Recife (Pernambuco)	100%	37,5	-	38,3	1,0x	-	-
-	Dec-16	Ribeirão Pires	São Paulo	100%	197,6	115,0	137,3	1,4x	1.718	1.194
-	Oct-16	Alpha-Med	São Paulo	100%	53,6	-	52,8	1,0x	-	-
-	Apr-16	Memorial São José	Recife (Pernambuco)	100%	141,3	155,0	183,0	0,8x	912	1.181
-	Apr-17	São Vicente (Sator)	Rio de Janeiro (RJ)	100%	125,2	97,0	153,4	0,8x	1.291	1.581
-	Feb-18	Hospital UDI	São Luís (Maranhão)	100%	441,5	154,0	354,3	1,2x	2.867	2.301
-	Jul-18	Laboratório Richet	Rio de Janeiro (RJ)	75%	255,8	-	262,7	1,0x	-	-
-	Jun-18	São Rafael	Salvador (Bahia)	75%	810,0	356,0	262,7	3,1x	2.275	738
-	Dec-18	Samer	Rio de Janeiro (RJ)	100%	78,3	125,0	103,6	0,8x	627	829
-	Jan-19	Clínicas Rio Mar	Rio de Janeiro (RJ)	95%	89,5	89,0	64,4	1,4x	1.006	724
Oct-18	Jan-19	São Lucas	Aracajú (Sergipe)	75%	314,0	200,0	342,3	0,9x	1.570	1.711
Jan-19	Jun-19	Cardio Pulmonar	Salvador (Bahia)	48%	230,8	180,0	-	-	1.282	-
-	Jun-19	Aviccena	São Paulo (SP)	100%	93,4	110,0	93,4	1,0x	849	849
Jun-19	Jan-20	Perinatal	Rio de Janeiro (RJ)	100%	800,0	250,0	261,9	3,1x	3.200	1.048
Nov-19	Jun-20	Santa Cruz	Curitiba (Paraná)	100%	361,1	200,0	166,5	2,2x	1.806	832
Jun-20	3Q20	Paraná Clínicas	Curitiba (Paraná)	100%	385,0	-	196,0	2,0x	-	-
Nov-19	Aug-20	São Carlos	Fortaleza (Ceará)	75%	213,0	150,0	170,0	1,3x	1.420	1.133
Feb-20	Jul-20	Aliança	Salvador (Bahia)	80%	1.000,0	203,0	440,0	2,3x	4.926	2.167
Nov-20	-	Hospital Balbino	Rio de Janeiro (RJ)	100%	-	141,0	-	-	-	-
Nov-20	-	pital Central de Guaianã	São Paulo (SP)	100%	-	153,0	-	-	-	-
Nov-20	-	Cardio Pulmonar	Salvador (Bahia)	52%	-	180,0	-	-	-	-
Nov-20	-	Hospital América	São Paulo (SP)	100%	-	112,0	-	-	-	-

Fonte: Rede D'Or, imprensa local e BTG Pactual

Assim, assumimos que R\$ 20/ação em nosso preço-alvo para o ano de 2021 (de R\$ 85/ação) está relacionado ao valor em futuras aquisições (23,5% do NAV justo). Em outras palavras, assumimos 8 mil leitos sendo adquiridos nos próximos dez anos a 1,5x a receita (assumindo receitas de ~ R\$ 2 mil/leitos, também alinhado aos padrões históricos).

Para investidores dispostos a pagar (mais ou menos) antecipadamente pelas aquisições, fornecemos a seguir uma análise de sensibilidade variando o múltiplo de transação implícito e o número de leitos adquiridos.

**Tabela 8: Análise de sensibilidade - M&As adicionais podem levar à geração de valor adicional, variando o número de leitos adquiridos com a avaliação implícita.**

VPL de M&As futuros com benefícios fiscais (R\$ milhões)		Caso base: 39.835						
		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
EV/Receita	1.0	8,924	17,849	26,773	35,697	46,109	53,546	59,496
	1.3	8,317	16,634	24,951	33,269	42,972	49,903	55,448
	1.5	7,710	15,420	23,130	30,840	<b>39,835</b>	46,259	51,399
	1.8	7,103	14,205	21,308	28,411	36,697	42,616	47,351
	2.0	6,495	12,991	19,486	25,982	33,560	38,973	43,303

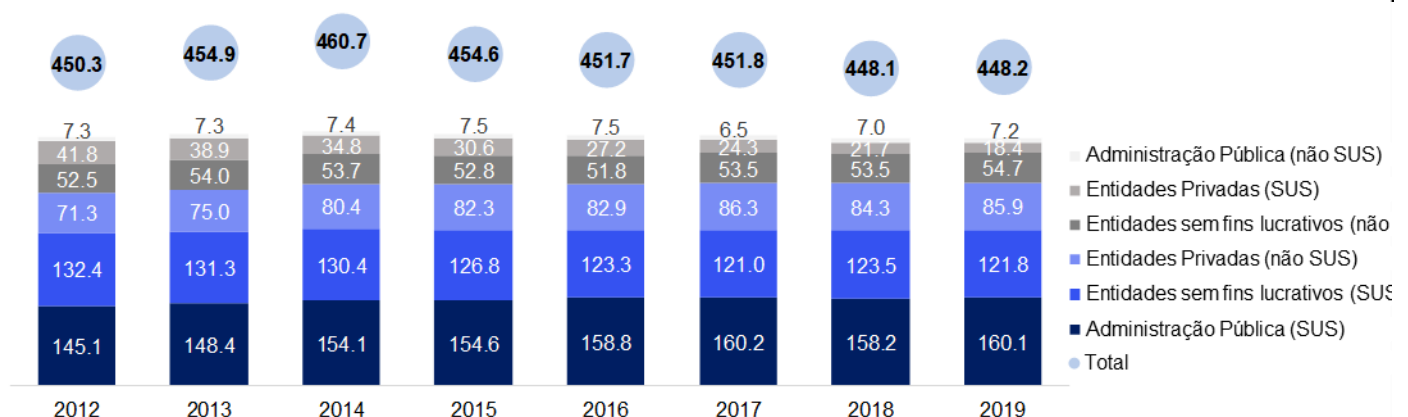
Preço-alvo para o final de 2021 vindo de M&As futuros (R\$/ação)		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
EV/Receita	1.0	4.5	9.0	13.5	18.0	23.2	27.0	30.0
	1.3	4.2	8.4	12.6	16.8	21.6	25.1	27.9
	1.5	3.9	7.8	11.7	15.5	<b>20.1</b>	23.3	25.9
	1.8	3.6	7.2	10.7	14.3	18.5	21.5	23.9
	2.0	3.3	6.5	9.8	13.1	16.9	19.6	21.8

Potencial de valorização como % do Mkt Cap atual		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
EV/Receita	1.0	7%	14%	20%	27%	35%	41%	45%
	1.3	6%	13%	19%	25%	33%	38%	42%
	1.5	6%	12%	18%	23%	<b>30%</b>	35%	39%
	1.8	5%	11%	16%	22%	28%	32%	36%
	2.0	5%	10%	15%	20%	25%	30%	33%

Fonte: BTG Pactual

O pipeline de M&A da RDOR parece considerável! Dos 140 mil leitos particulares no Brasil (55 mil em instituições filantrópicas), os dez maiores players têm menos de 30% dos leitos com fins lucrativos da indústria ou menos de 17% do total de leitos particulares do Brasil (usando a Rede D'Or com 8,4 mil leitos, Américas com 2,7 mil, Impar / Dasa incluindo aquisição recente da Leforte 2,1 mil) - ver gráfico 12.

**Gráfico 10: Número de leitos na indústria hospitalar brasileira por segmento ('000)**


Fonte: ANAHP, BTG Pactual



## 6 - Operação altamente lucrativa reflete sua eficiência superior

A Rede D'Or tem virtualmente o dobro da margem da indústria no Brasil, então os investidores podem suspeitar que isso ocorre, principalmente, porque está cobrando demais e atendendo demais aos clientes, pressionando assim a sinistralidade médica de grandes seguradoras brasileiras. Mas não é o caso!

**Tabela 9: Rede D'Or apresenta um dos mais consistentes crescimentos de receita entre os hospitais brasileiros**

Crescimento de Receita	2016	2017	2018	2019
Rede D'Or	22,6%	19,0%	15,9%	22,0%
Impar	16,4%	15,2%	17,2%	32,0%
A.C. Camargo	16,5%	0,7%	3,4%	-4,9%
Oncológicas	29,9%	33,1%	32,7%	60,8%
Sírio Libanês	-	6,7%	2,8%	12,3%
Albert Einstein	-	8,2%	3,6%	12,0%
Kora (Meridional)	-	102,8%	7,2%	49,0%
Hospital Santa Paula	-	25,6%	10,7%	20,1%
Hospital Care	-	-	110,9%	35,2%
Moinhos de Vento	-	-	-	8,9%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

**Tabela 10: Quando comparada aos pares, a Rede D'Or possui a maior margem EBITDA devido à sua melhor eficiência**

Margem EBITDA	2016	2017	2018	2019
Rede D'Or	23,8%	24,6%	24,5%	26,2%
Impar	9,7%	15,9%	17,1%	15,5%
Sírio Libanês	18,3%	17,7%	11,9%	10,2%
Albert Einstein	13,5%	13,8%	13,0%	22,0%
Kora (Meridional)	-0,5%	15,2%	10,4%	15,8%
Hospital Santa Paula	14,8%	14,6%	13,6%	17,5%
A.C. Camargo	22,0%	17,5%	16,4%	9,0%
Oncológicas	9,0%	10,4%	9,6%	10,9%
Hospital Care	-	-0,1%	8,5%	4,6%
Moinhos de Vento	-	-	11,0%	11,8%

Fonte: Empresas e BTG Pactual

A Rede D'Or tem a margem mais alta por causa de sua melhor eficiência. Em outras palavras, é o provedor de menor custo do setor hospitalar!

O ticket médio da RDOR não é tão diferente do ticket médio dos principais pares, como a Rede Impar. Mais precisamente, a Receita/ Leito da RDOR totalizou R\$ 1,86 milhão em 2019 contra R\$ 1,98 milhão da Impar (excluindo as aquisições de Santa Paula e Leforte que não foram consolidadas em 2019). Uma vez que a RDOR tem um portfólio muito diversificado de hospitais (da mais alta qualidade ao nível de qualidade médico), o seu ticket médio está bem abaixo de outros hospitais privados triplo A (filantrópicos) como Sírio Libanês e Einstein.

**Tabela 11: Rede D'Or e Rede Impar apresentam receita por leito semelhante. Além disso, seu ticket médio está bem abaixo de outros hospitais privados triplo A no Brasil**

Receita/leito/ano	2017	2018	2019	
	Receita Líquida (R\$ mn)	9.417	10.915	13.320
	Nº total de leitos	6.055	6.594	7.176
	Receita/Leito (R\$ milhões/leito/ano)	1,56	1,66	1,86
	Receita Líquida (R\$ mn)	1.971	2.025	2.275
	Nº total de leitos	469	474	623
	Receita/Leito (R\$ milhões/leito/ano)	4,20	4,27	3,65
	Receita Líquida (R\$ mn)	1.478	1.758	2.370
	Nº total de leitos	906	1.222	1.195
	Receita/Leito (R\$ milhões/leito/ano)	1,63	1,44	1,98
	Receita Líquida (R\$ mn)	2.727	2.826	3.165
	Nº total de leitos	1.043	993	1.010
	Receita/Leito (R\$ milhões/leito/ano)	2,61	2,85	3,13

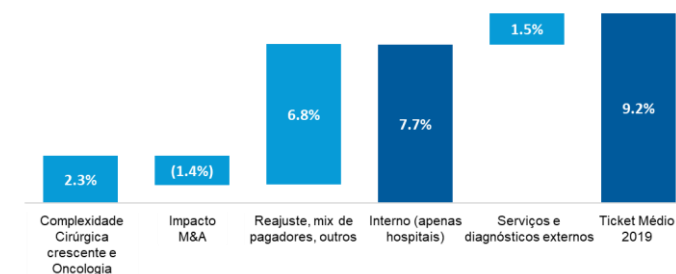
Fonte: Empresas e BTG Pactual

\* Tabela não considera Hospital Santa Paula e Leforte na Rede Impar

\*\* Considerando 418 leitos SUS no Hospital Albert Einstein

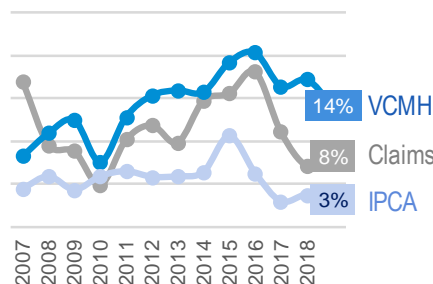
Outra razão pela qual a RDOR tem as margens mais altas sem cobrar muito mais é o aumento histórico de preços implementado em sua rede. Em 2015-19, seu ticket médio expandiu anualmente em 9%. Mas 3p.p. relacionou-se com complexidade adicional e novos serviços prestados na sua rede, enquanto -1,5p.p. estava relacionado às diluições de M&A (ver gráfico abaixo). Com isso, o aumento de preços comparável foi, em média, de apenas 7%, ficando abaixo da inflação média do período.

**Gráfico 11: Aumento de preço médio anual na rede RDOR no período 2015-2019 - observamos que o reajuste de preço histórico ficou para trás da inflação médica**



Fonte: Rede D'or

**VCMH (inflação médica) vs. IPCA (CPI do Brasil) vs. sinistros por beneficiário**



Fonte: IESS, IBGE, ANS TABNET, BTG Pactual

\* Dados mais recentes - setembro de 2020 | Claims = sinistros

Dessa forma, a Rede D'Or repassou para os preços parte das vantagens competitivas geradas no período em toda a cadeia da saúde.

Alguns investidores podem estar preocupados com a sustentabilidade do crescimento da RDOR e as altas margens, principalmente considerando que o avanço de métodos alternativos de compensação pode colocar em risco o modelo de negócios da empresa. No entanto, sinalizamos que a RDOR não está apenas trabalhando para expandir sua exposição a

métodos alternativos de pagamento, mas também é pioneira no desenvolvimento de tais alternativas, tendo-as oferecido há vários anos. Como prova disso, em 2019, 53% do faturamento da Rede D'Or veio de modelos de pagamento alternativos (contra apenas 36% em 2015). Embora alguns de seus serviços não possam ser agrupados (especialmente procedimentos de alta complexidade e baixa frequência), métodos alternativos devem continuar a avançar e o RDOR deve permanecer na vanguarda dessas tendências.

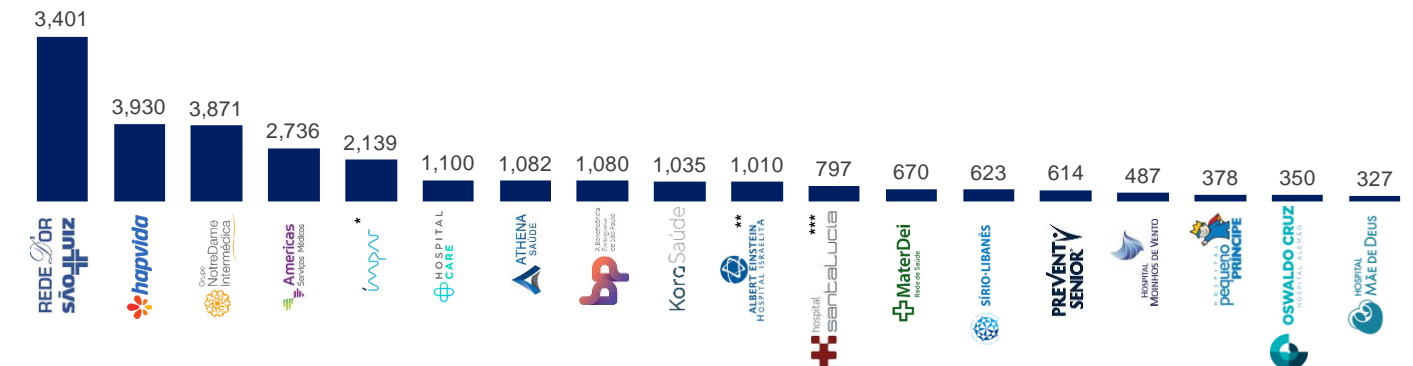
## 7 - Ambiente competitivo benigno

Com sua expertise única, a Rede D'Or é a consolidadora do setor natural. Apesar de ser o maior player, estimamos que a Rede D'Or tenha apenas 6% de participação de mercado em termos de leitos ou 9% dos gastos de saúde, excluindo as operadoras de saúde integradas verticalmente.

Nos últimos anos, a maioria das aquisições na indústria hospitalar foi liderada pela RDOR. A empresa está (ou pelo menos estava) praticamente sozinha na consolidação do setor.

Mapeamos abaixo vários pares da Rede D'Or. Obviamente, vários desses ativos não são alvos de M&A, mas são uma referência de como o setor está fragmentado. Os maiores participantes juntos (mesmo considerando os leitos de operadores de saúde integrados verticalmente como HAPV e GNDI) têm ~30 mil leitos, ou apenas ~20% do mercado de hospitais privados (com ~140 mil leitos) - veja abaixo para mais detalhes.

**Gráfico 12: A Rede D'Or lidera claramente a indústria hospitalar brasileira (número de leitos hospitalares)**



Fonte: Empresas, CNES, BTG Pactual

\* Leforte e CSNSC foram adquiridos recentemente pela Rede Ímpar

\*\* Considerando 418 leitos SUS no Hospital Albert Einstein

\*\*\* Hospital Santa Rosa foi adquirido recentemente pelo Grupo Santa Lucia

## 8 - Altas barreiras de entrada garantem retornos estruturais sólidos

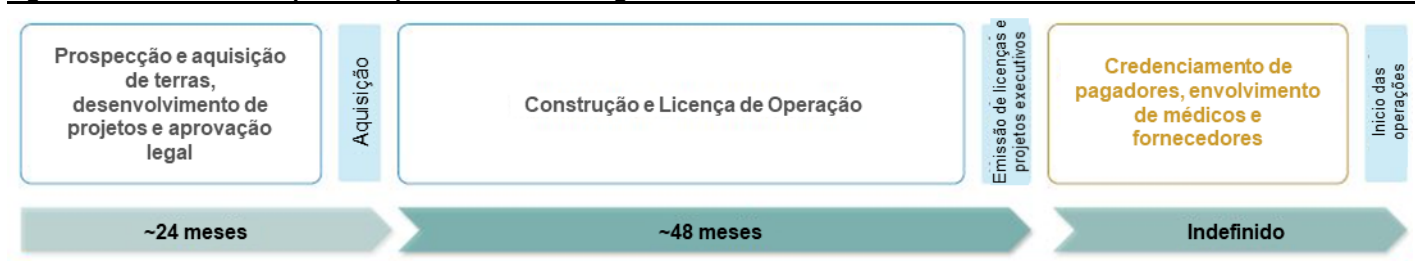
O negócio hospitalar apresenta, naturalmente, barreiras de entrada significativas, o que enfatiza ainda mais o posicionamento único da RDOR. Infraestrutura, capacidades operacionais, parcerias valiosas e consideráveis e tecnologia fazem da Rede D'Or se destacar com hospitais de alto padrão e vasto conhecimento. Outros concorrentes enfrentam dificuldades para estabelecer operações bem-sucedidas de hospitais no país.

O complexo processo de abertura de novos hospitais torna esse negócio ainda mais único e difícil de ser ampliado, principalmente se não se dispõe de ferramentas, recursos e profissionais qualificados para tal.

O prazo também pode ser um grande problema, pois já é muito difícil para os recém-chegados se desenvolverem no Brasil. Mais precisamente, normalmente leva 24 meses para uma empresa fazer a prospecção e aquisição de terras, o desenvolvimento do projeto e a aprovação legal. Após esse período, normalmente leva 48 meses para o licenciamento

total de construção e operação. Só então uma empresa pode começar a buscar o credenciamento de pagadores, engajar médicos e fornecedores (o que pode ser a fase mais difícil do início do funcionamento do hospital).

**Figura 2: Período de tempo usual para os recém-chegados**



Fonte: Rede D'Or

O longo histórico da Rede D'Or, presença, expertise e bom relacionamento com parceiros agilizam esse processo e aumentam a certeza de sucesso, mas isso não é uma realidade para todos.

## 9 - Equipe de gestão muito qualificada

A Rede D'Or conta com um dos times executivos mais impressionantes e qualificados do Brasil. Sua cultura meritocrática e plano de incentivo ousado resultam em uma retenção impressionante de 100% dos talentos. Atualmente, a empresa conta com cerca de 50 executivos de alto escalão com planos de incentivos de longo prazo + contratos de não concorrência.

### Descrição da equipe de gestão:

**Paulo Junqueira Moll** é o CEO. O Sr. Moll ingressou na empresa em 2001. Ele é bacharel em economia pelo IBMEC e também é membro do conselho da ANAHP.

**Otávio de Garcia Lazcano** é Diretor Financeiro (CFO) e de Relações com Investidores e começou a trabalhar na Rede D'Or em 2015. Antes de ingressar na empresa, foi Tesoureiro da Aracruz Celulose (atual Suzano) até 1996. Foi diretor financeiro da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) de 2001 a 2009, diretor executivo da Prumo Logística SA de 2009 a 2013, quando ingressou no Banco BTG Pactual, como sócio e gestor de carteiras de investimentos (até 2015). É formado em Economia pelas Faculdades Integradas Cândido Mendes e possui MBA em Gestão Empresarial pela Fundação Don Cabral.

**Mauro Teixeira Sampaio** é o General Counsel & Executive VP de M&A e Pessoal, e é diretor desde 2014. Antes de ingressar na empresa, trabalhou no departamento de fusões e aquisições na Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP, em Nova York, trabalhou como consultor tributário na Boris Lerner & Consultores Associados, e na área tributária na Arthur Andersen. O Sr. Sampaio também trabalhou no Barbosa, Mussnich & Aragão Advogados, onde iniciou em 1997, tornando-se sócio em 2005. Fez cursos de especialização em fusões e aquisições em diversos setores, inclusive saúde. Ele é formado em direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro.

**Mauricio da Silva Lopes** é o Vice-Presidente Executivo e é diretor da empresa desde março de 2019. Antes de ingressar, ocupava o cargo de vice-presidente de Saúde e Odontológico da SulAmérica desde 2013, onde também foi diretor técnico entre 2011 e 2013. Entre 2000 e 2011 ocupou os cargos de diretor executivo da Allianz Saúde, diretor técnico e de produtos da Medial Saúde, gerente executivo da Unimed-Rio e gerente geral da ANS (agência reguladora de saúde). É vice-presidente da Fenasaúde. O Sr. Lopes é formado em economia pela Universidade de Brasília e pela University of

Greenwich, possui mestrado em ciências atuariais pela City University de Londres e foi professor dos cursos de MBA em gestão da saúde na Fundação Getúlio Vargas (FGV).

**Rodrigo Gavina da Cruz** é o Diretor de Operações da RDOR. O Sr. Gavina iniciou suas atividades na empresa em 1998. Antes de ingressar, trabalhou como cirurgião torácico desde o término de sua especialização em 1993. O Sr. Gavina é formado em medicina pela faculdade de medicina da Universidade Federal Fluminense ("UFF") e MBA em gestão empresarial pela Fundação Getúlio Vargas - FGV.

**Leandro Reis Tavares** é o Diretor Médico-Chefe. O Sr. Tavares iniciou as suas atividades na empresa em novembro de 2016, tendo exercido o cargo de diretor estatutário entre dezembro de 2016 e novembro de 2017. Antes de ingressar na empresa, foi chefe da ANS (regulador de saúde) entre 2009 e 2012 e diretor de normas e qualificação na ANS entre 2013 e 2016. O Sr. Leandro Tavares é graduado em medicina pela Faculdade de Medicina da UFF, possui mestrado e especialização pela UFF, doutorado pelo Incor - Instituto do Coração do Hospital das Clínicas da Faculdade de Medicina da Universidade de São Paulo. Ele também possui MBA em gestão de negócios pela Fundação Dom Cabral.

## Valuation

Estamos iniciando a cobertura na Rede D'Or com Compra e preço-alvo para 2021 de R\$ 85/ação (26% de potencial de valorização) com base no modelo DCF (WACC de 10%, Ke de 11,4% e g de 5%, em BRL nominal) dividido da seguinte forma: R\$ 65/ação do portfólio atual (o que significa que o portfólio atual tem um preço justo) + R\$ 20/ação de aquisições adicionais (assumimos ~ 8 mil leitos sendo adquiridos nos próximos dez anos).

Nosso modelo incorpora ~ 5 mil leitos adicionais de expansão orgânica nos próximos quatro anos, enquanto o lado positivo de futuras fusões e aquisições beneficia diretamente nosso valuation. No entanto, nossas projeções oficiais de P&L não são impulsionadas por aquisições não assinadas. Mais importante ainda, nossas projeções não presumem nenhum ganho de margem importante. É uma história simples de crescimento de receita na apoiado na consolidação.

Fornecemos a seguir uma análise de sensibilidade que mostra a importância de fusões e aquisições adicionais que podem levar à geração de valor, variando o número de leitos adquiridos com o valuation implícito.

**Tabela 12: Análise de sensibilidade**

		VPL de M&As futuros com benefícios fiscais (R\$ milhões)						
		Caso base: 39.835						
		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
EV/Receita	1.0	8.924	17.849	26.773	35.697	46.109	53.546	59.496
	1.3	8.317	16.634	24.951	33.269	42.972	49.903	55.448
	1.5	7.710	15.420	23.130	30.840	39,835	46.259	51.399
	1.8	7.103	14.205	21.308	28.411	36.697	42.616	47.351
	2.0	6.495	12.991	19.486	25.982	33.560	38.973	43.303

		Preço-alvo para o final de 2021 vindo de M&As futuros (R\$/ação)						
		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
		EV/Receita	1.0	4.5	9.0	13.5	18.0	23.2
1.3	4.2		8.4	12.6	16.8	21.6	25.1	27.9
1.5	3.9		7.8	11.7	15.5	20.1	23.3	25.9
1.8	3.6		7.2	10.7	14.3	18.5	21.5	23.9
2.0	3.3		6.5	9.8	13.1	16.9	19.6	21.8

		Potencial de valorização como % do Mkt Cap atual						
		Nº de leitos adquiridos até 2030						
		1,500	3,000	4,500	6,000	7,750	9,000	10,000
		EV/Receita	1.0	7%	14%	20%	27%	35%
1.3	6%		13%	19%	25%	33%	38%	42%
1.5	6%		12%	18%	23%	30%	35%	39%
1.8	5%		11%	16%	22%	28%	32%	36%
2.0	5%		10%	15%	20%	25%	30%	33%

Fonte: BTG Pactual

Vemos a Rede D'Or sendo negociada a 26x EV/EBITDA 2021 e 49x P/L 2021. Apesar de seu valuation indiscutivelmente alto, também observamos que a Rede D'Or deve surfar uma grande onda de crescimento à frente. Ao conectar as aquisições (cerca de 5 mil leitos adquiridos em cinco anos), a Rede D'Or poderia expandir seu LPA em uma taxa média de crescimento de 38% no período de 2021-2024 (ou ~25% ex - M&As não assinados), implicando assim um PEG (2021-2024) de 2,1x, ou 1,3x ex - M&As.

Apesar de ser empresas expostas a setores e modelos de negócios totalmente diferentes, incluímos em nossos comparativos de negociação abaixo (apenas para efeito de comparação) outros nomes brasileiros que combinam altas taxas de crescimento e retornos saudáveis.

A RDOR também está sendo negociada com desconto para quase todas essas empresas (múltiplos PEG e P/L)! Em nossa opinião, é uma questão de riscos de execução. Mas se a RDOR cumprir, uma potencial reclassificação pode definitivamente acontecer!

**Tabela 13: Comparativos de negociação - pares locais de saúde, pares globais de saúde e nomes de alto crescimento no Brasil**

Empresa	Preço	Mkt. Cap	ADTV	P/L ajust.		EV/EBITDA		FCF Yield ajust.		Div. Yield		P/BV		PEG Ratio	LPA CAGR
	R\$	(R\$ mn)	(US\$m)	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	21-24	21-24
<b>Rede D'Or (with acquisitions) *</b>	<b>67,2</b>	<b>133.414</b>	<b>40,0</b>	<b>49,3x</b>	<b>38,6x</b>	<b>26,3x</b>	<b>20,0x</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>9,1x</b>	<b>8,3x</b>	<b>1,3x</b>	<b>38%</b>
<b>Rede D'Or (without acquisitions)</b>	<b>67,2</b>	<b>133.414</b>	<b>40,0</b>	<b>49,3x</b>	<b>44,9x</b>	<b>25,9x</b>	<b>21,9x</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>8,5x</b>	<b>7,8x</b>	<b>2,1x</b>	<b>24%</b>
Hapvida	17,4	64.603	28,3	42,2x	34,5x	28,1x	22,5x	1,2%	2,8%	0,4%	0,5%	8,6x	7,9x	2,2x	19%
GNDI	95,3	58.101	71,5	48,9x	37,0x	27,3x	21,8x	2,3%	3,0%	0,7%	0,8%	8,2x	8,0x	2,2x	22%
SulAmérica	41,8	16.765	20,1	16,7x	12,3x	0,8x	0,2x	9,0%	11,9%	3,0%	8,1%	1,8x	1,8x	0,7x	23%
Qualicorp	33,4	9.472	20,9	16,7x	15,8x	8,7x	8,0x	7,3%	6,5%	4,4%	5,1%	5,5x	5,4x	2,0x	9%
Odontoprev	15,1	8.017	4,5	24,8x	22,9x	17,1x	16,2x	4,6%	4,8%	4,6%	4,8%	7,3x	7,6x	2,2x	11%
Fleury	28,0	8.877	9,7	22,2x	19,9x	10,7x	9,9x	5,0%	5,4%	4,3%	4,9%	5,4x	5,3x	1,9x	12%
Alliar	11,3	1.337	0,9	32,0x	22,9x	8,4x	7,4x	5,6%	6,0%	1,6%	3,2%	1,1x	1,1x	1,0x	33%
<b>Média Saúde</b>				<b>29,1x</b>	<b>23,6x</b>	<b>14,4x</b>	<b>12,3x</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,8%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,4x</b>	<b>5,3x</b>	<b>1,7x</b>	<b>18%</b>
IHH Hospitals	5,4	11.784	3,4	50,7x	40,8x	17,6x	15,6x			0,2%	0,2%	2,0x	1,9x		
Apollo Hospitals	2.592,4	4.936	46,3	n.m.	61,7x	35,9x	20,0x			0,0%	0,0%	10,7x	9,5x		
BDMS	21,4	11.308	30,7	40,0x	32,7x	21,3x	18,8x			0,0%	0,1%	3,8x	3,6x		
HCA	168,6	57.053	224,7	14,1x	12,6x	8,0x	7,5x			1,0%	0,9%	21,3x	11,9x		
Tenet	47,4	5.006	39,7	15,5x	12,1x	6,9x	6,5x			0,0%	0,0%	n.m.	25,8x		
Universal HC	132,5	11.262	74,5	12,4x	11,4x	7,5x	7,1x			0,6%	0,6%	1,6x	1,5x		
<b>Média Global de Saúde</b>				<b>26,5x</b>	<b>28,5x</b>	<b>16,2x</b>	<b>12,6x</b>			<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>7,9x</b>	<b>9,0x</b>		
WEG	86,2	180.925	93,5	67,6x	58,4x	47,0x	41,1x	1,0%	1,1%	0,7%	0,9%	14,1x	12,5x	5,2x	13%
Localiza	70,6	53.548	60,8	47,5x	40,7x	22,1x	18,5x	2,2%	3,2%	0,5%	0,6%	8,0x	7,0x	3,1x	15%
XP	39,7	117.516	58,0	45,5x	35,0x	28,4x	18,1x			0,7%	1,4%	12,8x	11,5x	1,8x	25%
Magazine Luiza	23,9	155.064	173,7	211,8x	124,0x	84,7x	58,8x	0,4%	0,7%	0,1%	0,2%	19,1x	17,1x	5,1x	41%
Petz	21,6	8.050	14,1	77,0x	49,6x	32,1x	22,5x	-4,0%	-0,1%	0,2%	0,3%	12,5x	10,3x	1,8x	43%
Raia Drogasil	26,1	43.099	27,9	53,5x	39,6x	53,5x	39,6x	2,0%	2,5%	0,6%	0,2%	8,8x	7,7x	1,6x	34%
B3	59,7	122.992	141,6	23,4x	22,0x	15,8x	15,0x	4,6%	4,9%	3,3%	3,4%	4,4x	4,3x	4,1x	6%
<b>Média de empresas premium</b>				<b>75,2x</b>	<b>52,7x</b>	<b>40,5x</b>	<b>30,5x</b>	<b>1,0%</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,0%</b>	<b>11,4x</b>	<b>10,0x</b>	<b>3,1x</b>	<b>29%</b>

Fonte: Bloomberg - \* Supondo que 1 mil leitos sejam adquiridos por ano, estimamos um CAGR de LPA de 3 anos de 38% para RDOR \*\* mkt cap em US\$ milhões

## Riscos

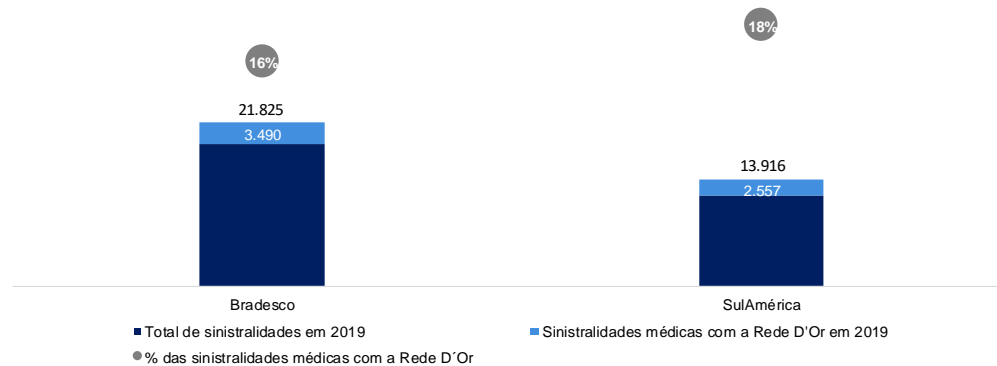
### Concentração de receita entre os maiores clientes

45% da receita líquida da Rede D'Or está concentrada nas mãos de apenas dois clientes, Bradesco e SulAmérica. Essa concentração de receita deixa a RDOR exposta ao desempenho de ambas as empresas, entrelaçada a essas relações estratégicas, enquanto pode representar riscos para a busca de novas iniciativas (orgânica e inorgânica) em regiões onde o Bradesco e a SULA não atuam.

No entanto, o Bradesco e a SulAmérica também são muito dependentes dos serviços da Rede D'Or, por isso vemos as relações comerciais como muito mais mútuas (e cooperativas). Mais especificamente, 18% das sinistralidades médicas da SulAmérica referem-se aos serviços da RDOR, enquanto esse número é de 16% para a Bradesco Saúde.

Além disso, o estudo de caso da Amil prova a resiliência da Rede D'Or como provedor hospitalar. Após a rescisão de contratos importantes entre as duas empresas, a Rede D'Or mostrou uma resiliência impressionante, mantendo sua dinâmica de lucros e crescimento orgânico, enquanto a Amil sofreu grandes efeitos colaterais.

**Gráfico 13: Concentração de receita da Rede D'Or - estimamos que Bradesco e SulAmérica juntos representem cerca de 45% da receita da RDOR**



Fonte: Rede D'or, BTG Pactual

### TAM mais limitado vs. HMOs focados em planos de bilhetes mais baixos

Nossas expectativas para o mercado de Saúde são otimistas (como destacado anteriormente), mas reconhecemos que o TAM (mercado total endereçável) da RDOR deve ser mais limitado do que HMOs (empresas de planos de saúde), uma vez que HMOs operam principalmente em mercados de baixo ticket (combinado com excelente execução). Eles também estão posicionados de forma única para surfar um bom ambiente macro (e expansão de planos de saúde), e muito bem posicionados para enfrentar períodos macroeconômicos difíceis (se beneficiando do rebaixamento dos planos de saúde).

A vantagem da Rede D'Or é seu enorme potencial inorgânico, mas sinalizamos que mesmo o mercado de ticket médio a alto deve crescer decentemente nos próximos anos. Portanto, em nossa opinião, a RDOR ainda tem uma perspectiva de crescimento interessante, combinada com um potencial único de M&A.

### Riscos de execução - maturação de greenfields e brownfields

Conforme já mencionado, a meta da RDOR é lançar ~ 5 mil leitos em greenfields / brownfields (GFs / BFs) nos próximos quatro anos. Apesar de seu impressionante histórico de fusões e aquisições (mais de 35 alvos integrados com sucesso nos últimos dez anos), este pipeline orgânico ousado envolve riscos de execução, enquanto a experiência da RDOR em aumentar GFs / BFs é limitada. Posto isto, a empresa tem registrado resultados notáveis nos seus últimos empreendimentos



orgânicos (como evidenciado no hospital São Caetano com 267 leitos lançado em 2017 ou no hospital Caxias D'Or com 223 leitos lançado em 2013).

### **Concorrência por ativos de M&A**

Após o IPO da RDOR, outros concorrentes poderiam seguir o exemplo e abrir o capital, ou ter melhor acesso ao capital, aumentando a competição por ativos de M&A. Outro efeito colateral pode ser o aumento da valorização de alvos potenciais. Na verdade, após o IPO do HAPV e do GNDI, as transações de M&A dispararam, atingindo valuations caros (embora ainda acretivos), como vimos em aquisições como SF (R\$ 6,25 mil / beneficiário), Clinipam (R\$ 7,8 mil / beneficiário), Medisanitas (R\$ 3 mil / beneficiário) e Promed (R\$ 5,6 mil / beneficiário).

### **Tributação adicional da reforma tributária**

Ainda não temos certeza sobre os resultados da reforma tributária, principalmente para o segmento de saúde, mas a conclusão pode ser prejudicial para todo o setor. O que sabemos é que o novo IVA federal deve ser fixado em 12% da receita bruta. Apenas as receitas de serviços prestados ao SUS (sistema público de saúde) devem ser isentos do imposto CBS, que pouco impacta a Rede D'Or, pois atende principalmente ao segmento privado.

No entanto, existem várias advertências: (i) mudanças na análise do Congresso são muito prováveis; (ii) outras fases da Reforma Tributária devem atenuar os aspectos negativos da fase 1 (por exemplo, isenção de imposto sobre a folha de pagamento); (iii) a empresa deve (pelo menos parcialmente) repassar qualquer carga tributária importante para os preços (ou seja, os exercícios *Ceteris paribus* podem estar errados); e (iv) existem várias regras específicas para possíveis deduções fiscais da CBS. No geral, a Rede D'Or ainda é a maior e melhor rede de saúde do país, o que posiciona a empresa para emergir de potenciais resultados negativos com uma maior vantagem.

### **Ondas adicionais de Covid-19**

A primeira onda de Covid-19 foi muito prejudicial para os provedores de saúde, especialmente para o setor de hospitais. Dada a proporção da pandemia, poucos meses após o primeiro caso confirmado no Brasil, a ANS (Agência Nacional de Saúde) anunciou o pedido formal de adiamento de procedimentos não emergenciais. Como resultado, os provedores de hospitais teriam capacidade suficiente para lidar com pacientes com coronavírus, evitando riscos de contaminação. O resultado para os provedores foram resultados financeiros muito difíceis no 2T20, liderados por frequências anormalmente baixas.

Como não chegamos ao fim da pandemia, ondas adicionais representam uma ameaça, pois podem causar uma situação semelhante. No entanto, os planos de imunização devem amenizar a iminência de uma segunda onda, enquanto a Rede D'Or desenvolveu o know-how para combater a pandemia sem perder muito impulso em seu core business.

## Práticas ESG

Outro aspecto positivo que devemos reconhecer é o compromisso da RDOR com as iniciativas ESG. Todos os seus projetos de sustentabilidade, investimentos na comunidade, políticas de igualdade de gênero, alinhamento de governança e qualidade sob medida já fazem da empresa uma referência em ESG. Destacamos as iniciativas da Rede D'Or em cada uma das categorias ESG abaixo:

### De Meio Ambiente

Existem três segmentos principais de sustentabilidade em que a RDOR já opera:

- 1. Sustentabilidade em Projetos de Construção:** a RDOR realiza novos projetos com soluções de consumo de energia, sistemas de supervisão e controle, iluminação integrada, climatização, estação de tratamento de efluentes e segurança do ativo.
- 2. Projetos de Eficiência Energética e Hídrica:** reposição e substituição de equipamentos visando menores emissões de CO2 e eficiência energética / água (R\$ 61,4 milhões em investimentos nos últimos 5 anos).
- 3. Participação em iniciativas de sustentabilidade:** reportando para a GRI (Global Reporting Initiative) desde 2015; Participação na iniciativa "Hospitais Saudáveis" desde 2018; Vários prêmios concedidos à rede hospitalar nos últimos anos; participação em múltiplos desafios climáticos.

### Social

As iniciativas sociais estão atualmente divididas entre investimentos na comunidade, iniciativas de igualdade de gênero, satisfação dos funcionários e suporte da Covid-19:

- 1. Investimentos na Comunidade:** investimentos contínuos em múltiplos projetos sociais para impactar positivamente as comunidades (seguro saúde para as comunidades, educação, obras públicas e financiamento de outros projetos sociais). Em 2019, foram investidos R\$ 45 milhões nesses projetos e R\$ 242 milhões em sinistros médicos (seguro saúde para mais de 50 mil famílias).
- 2. Iniciativas de igualdade de gênero:** de mais de 51 mil funcionários, mais de 70% são mulheres e mais de 60% dos cargos de liderança são preenchidos por mulheres.
- 3. Satisfação dos Colaboradores:** 78% na última pesquisa de clima organizacional.
- 4. Apoio Covid-19:** RDOR doou equipamentos ao governo de 6 estados (219 ventiladores, 524 leitos, 226 monitores e mais), ajudou na construção de 2 hospitais públicos de campanha, colaborou com a Oxford / AstraZeneca no desenvolvimento da vacina Covid-19 e foi um dos principais nomes da linha de frente da luta contra a Covid-19.

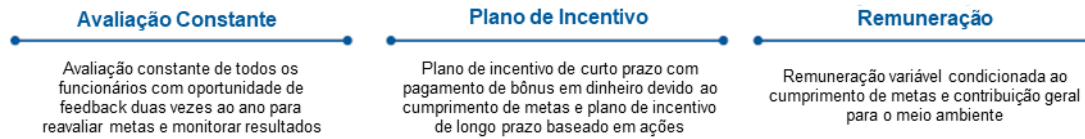
### Governança

Sua cultura meritocrática e planos de incentivos ousados resultam em retenção de talentos impressionante. Além disso, a empresa possui uma estrutura de governança corporativa bastante arrojada, construindo uma fortaleza virtual para trabalhar com gestão de riscos:

1. Estrutura da linha de defesa tripla;
2. Consultores independentes como membros do comitê de risco;
3. Abordagem baseada em risco indicando ações de compensação e / ou mitigação;
4. Definições e execuções de mitigação de risco acima da regulamentação;

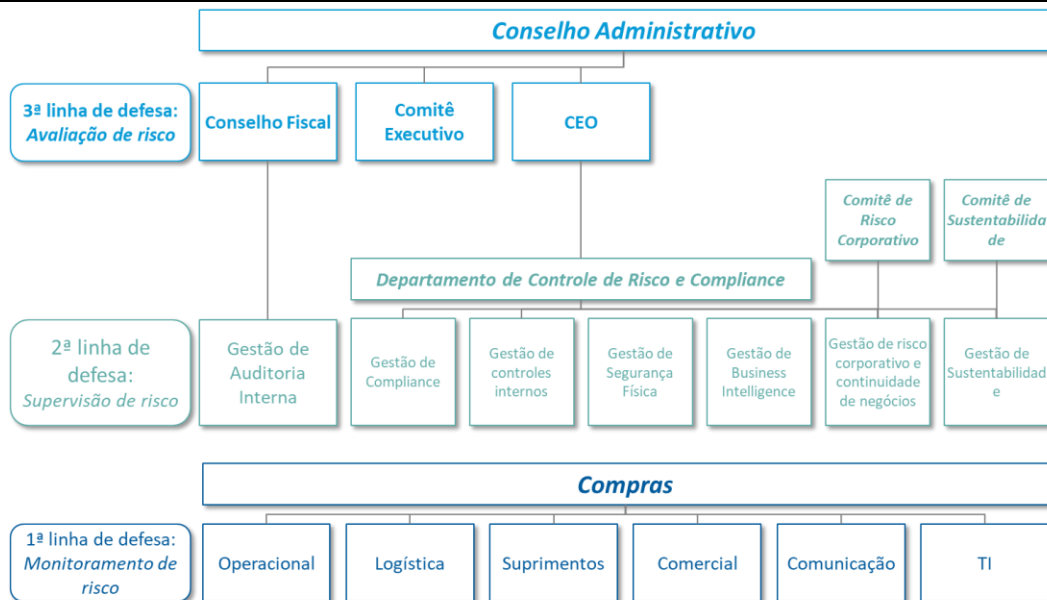
Por fim, não podemos deixar de mencionar as iniciativas de remuneração do RH. A Rede D'or possui um plano bastante estruturado de avaliações constantes, alinhado a um forte plano de incentivos e sólida política de remuneração (vide figuras 3-4).

**Figura 3: Iniciativas de RH da Rede D'Or**



Fonte: Rede D'or

**Figura 4: A Rede D'Or possui uma “estrutura de 3 linhas de defesa” para lidar com a gestão de riscos. A 1ª linha de defesa é o monitoramento de risco desenvolvido e realizado pelas áreas de compras. A 2ª linha de defesa é a supervisão de riscos conduzida pelo controle de riscos e pela área de compliance. A 3ª linha de defesa é a avaliação de risco conduzida pelo conselho de administração e Comitê de Auditoria**



Fonte: Rede D'or

## Apêndice

Tabela 14: Comparáveis históricos de M&amp;A dos Planos de Saúde

Data	Adquirente	Alvo	EV (R\$mn)	Nº de beneficiários ('000)	Vendas (R\$mn)	EV/benefic. (R\$)	EV/vendas	EV/EBITDA
Jul-17	São Francisco	Ampla	n.a.	40	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Aug-17	Pátria	Med Imagem	47	n.a.	26	n.a.	1,8x	n.a.
Jul-18	GNDI Group	Cruzeiro do Sul	n.a.	48	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jul-18	GNDI Group	Samed	120	80	214	1.500	0,6x	8,0x
Jun-18	GNDI Group	Mediplan	150	80	228	1.875	0,7x	9,1x
Sep-18	Hapvida	Uniplam	30	25	30	1.200	1,0x	5,0x
Sep-18	GNDI Group	Green Line	1.200	464	956	2.586	1,3x	7,4x
Sep-18	Amil	Sobam	n.a.	108	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sep-18	Hapvida	Free Life	25	25	31	1.000	0,8x	4,2x
Nov-18	Pátria	Samp	n.a.	200	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Nov-18	Pátria	São Bernardo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Jan-19	São Francisco	Santa Casa SJRP	n.a.	21	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	São Francisco	Hospital Regional de Franca	n.a.	43	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Feb-19	CNU	Unimed Feira de Santana	n.a.	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Hapvida	São Francisco	5.000	800	2.100	6.250	2,4x	10,6x
May-19	Starboard	AGEMED	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
May-19	Kinea	CCG	150	175	350	857	0,4x	n.a.
Jun-19	Hapvida	América	427	190	320	2.247	1,3x	5,3x
Jul-19	Hapvida	RN Metropolitan	53	50	123	1.060	0,4x	5,3x
Oct-19	GNDI	São Lucas	312	81	229	3.852	1,4x	n.a.
Nov-19	GNDI	Clinipam	2.600	333	635	7.808	4,1x	26,5x
Nov-19	Hapvida	(15% of AGEMED members)	19	12	46	1.583	0,4x	n.a.
Nov-19	Hapvida	Medical	294	80	165	3.675	1,8x	n.a.
Dec-19	Hapvida	Plamed (portfolio)	58	31	n.a.	1.855	n.a.	n.a.
Dec-19	GNDI	Ecole	49	45	68	1.089	0,7x	4,1x
Jun-20	Sul America	Paraná Clínicas	385	90	200	4.278	1,9x	32,9x
Jun-20	GNDI	Grupo Santa Mônica (SM)	259	41	89	6.314	2,9x	18,5x
Jul-20	Hapvida	Grupo São José	320	51	219	6.275	1,5x	7,9x
Aug-20	GNDI	Climepe	168	33	74	5.091	2,3x	16,8x
Jul-20	GNDI	Bio Saúde	79	100	103	790	0,8x	n.a.
Aug-20	GNDI	Medisanitas Brasil	1.000	340	572	2.941	1,7x	12,5x
Sep-20	Hapvida	Promed	1.500	270	600	5.556	2,5x	13,2x
Sep-20	Hapvida	Samedh	20	18	n.a.	1.111	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Plamheg	23	18	n.a.	1.278	n.a.	n.a.
Sep-20	Hapvida	Filosanitas	45	6	n.a.	8.182	n.a.	n.a.
Oct-20	GNDI	Lifeday	70	57	95	1.228	0,7x	n.a.
Oct-20	GNDI	Grupo Serpram	170	47	108	3.617	1,6x	n.a.
Nov-20	Hapvida	Premium Saúde	150	125	143	1.200	1,0x	n.a.

Fonte: BTG Pactual

**Tabela 15: Raio-X dos pares - Dados operacionais dos pares de hospital**

Empresa	Unidades	Estado	Nº Leitos de UTI	Nº de camas regulares	Nº total de camas
	Hospital Alvorada Brasília	DF	25	64	89
	Hospital Madre Theodora	SP	30	60	90
	Hospital Vitória Santos	SP	8	31	39
	Hospital de Clínicas Caieiras	SP	0	58	58
	Hospital Samaritano - Paulista	SP	27	0	27
	Hospital Paulistano	SP	20	152	172
	Hospital Samaritano - Higienópolis	SP	82	233	315
	Hospital Samaritano - Botafogo	RJ	23	43	66
	Americas Medical City	RJ	0	494	494
	Hospital Santa Lucia	RJ	16	59	75
	Hospital Pró-Cardiaco	RJ	33	80	113
	Hospital Monte Klinikum	CE	4	92	96
	Hospital Metropolitano	SP	78	10	88
	Hospital Santa Joana	PE	67	152	219
	Pro Matre Paulista	SP	5	95	100
	Hospital e Maternidade Promater	RN	35	107	142
	Hospital Alvorada Moema	SP	40	107	147
	Hospital Carlos Chagas	SP	59	114	173
	Hospital Vitória Anália Franco	SP	34	199	233
<b>Total</b>	<b>19</b>		<b>268</b>	<b>1.366</b>	<b>2.736</b>
	Maternidade Brasília	DF	30	105	135
	Hospital Brasília	DF	65	120	185
	Complexo Hospitalar de Niterói	RJ	98	193	291
	Hospital São Lucas	RJ	90	108	198
	Hospital Nove de Julho	SP	102	284	386
	Hospital Santa Paula	SP	48	140	188
<b>Total</b>	<b>6</b>		<b>433</b>	<b>950</b>	<b>1.383</b>
	Hospital Meridional	ES	52	133	185
	Hospital Santa Úrsula	ES	36	42	78
	Meridional São Mateus	ES	26	66	92
	Hospital Praia da Costa	ES	32	52	84
	Hospital São Luiz	ES	0	42	42
	Metropolitano/Meridional Serra	ES	60	87	147
	Hospital São Francisco	ES	9	34	43
	Hospital Palmas Medical	TO	34	100	134
	Hospital Santa Thereza	TO	0	100	100
Hospital São Mateus	MT	37	93	130	
<b>Total</b>	<b>10</b>		<b>286</b>	<b>656</b>	<b>1.035</b>

Fonte: Empresas, CNES, Imprensa Local, BTG Pactual

**Tabela 16: Raio-X dos pares - Dados operacionais dos pares de hospital**

Empresa	Unidades	Estado	Nº Leitos de UTI	Nº de camas regulares	Nº total de camas
	Hospital Vera Cruz	SP	41	113	154
	Hospital Pilar	PR	0	107	107
	Hospital São Lucas	SP	18	77	95
	Hospital Baía Sul	SC	15	77	92
	Casa de Saúde HERP	SP	43	131	174
	HERP	SP	3	18	21
	Austa Hospital	SP	40	100	140
<b>Total</b>	<b>7</b>		<b>160</b>	<b>623</b>	<b>783</b>
	Materdei Contorno	MG	40	116	156
	Materdei Santo Agostinho	MG	55	148	203
	Materdei Betim-Contagem	MG	56	255	311
<b>Total</b>	<b>3</b>		<b>151</b>	<b>519</b>	<b>670</b>
	Hospital Sírio Libanês SP	SP	0	479	479
	Hospital Sírio Libanês BSB	DF	31	113	144
<b>Total</b>	<b>2</b>		<b>31</b>	<b>592</b>	<b>623</b>
	Hospital Albert Einstein	SP		592	592
	<b>Total</b>	<b>1</b>		<b>592</b>	<b>592</b>
	Santa Lucia Norte	DF		72	72
	Santa Lucia Sul	DF		345	345
	Hospital Maria Auxiliadora	DF	80	92	172
<b>Total</b>	<b>3</b>		<b>80</b>	<b>509</b>	<b>589</b>
	Hospital Moinhos de Vento	RS	93	394	487
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>93</b>	<b>394</b>	<b>487</b>
	Hospital Dr. Christovão da Gama	SP	44	149	193
	Hospital Leforte	SP	41	55	96
	Hospital Leforte Liberdade	SP	53	141	194
<b>Total</b>	<b>3</b>		<b>138</b>	<b>345</b>	<b>483</b>
	Hospital Pequeno Príncipe	PR	68	310	378
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>68</b>	<b>310</b>	<b>378</b>
	Hospital Vital	RJ	22	36	58
	Casa Nossa Senhora do Carmo	RJ	0	215	215
<b>Total</b>	<b>2</b>		<b>22</b>	<b>251</b>	<b>273</b>

Fonte: Empresa, CNES, Imprensa Local, BTG Pactual

\* Considerando 418 leitos SUS no Hospital Albert Einstein

**Tabela 17: Raio-X dos pares - Dados operacionais da estrutura de hospital das HMOS**

Empresa	Unidades	Estado	Nº Leitos de UTI	Nº de camas regulares	Nº total de camas
	HAPV			3.930	3.930
	<b>50 Hospitais</b>				
	GNDI			3.871	3.871
	<b>34 Hospitais</b>				
	Vitoria Apart	ES	79	162	241
	Hospital Bom Samaritano	PR	47	142	189
	São Bernardo Apart Hotel	ES	n.m	140	140
	Hospital do Coração	RN	42	114	156
	Hospital Marechal Candido Rondon	PR	5	54	59
	Perinatal Vitória	ES	46	0	46
	Centro Médico Maranhense	MA	14	49	63
	Hospital Santa Maria	PI	8	77	85
	Prontomed Adulto	PI	15	44	59
	Prontomed Infantil	PI	7	32	39
	Hospital Vitória	PI	0	5	5
<b>Total</b>	<b>11 Hospitais</b>		<b>263</b>	<b>819</b>	<b>1.082</b>
	Prevent Senior	SP		614	614

Fonte: Empresas, CNES, Imprensa Local, BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatos sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos o direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)